المالية الدولية

العملات الأجنبية والمشتقات المالية
بين
(النظرية والتطبيق)



الدكتور ماهر كنج شكري
مروان عوض

نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية
عمان - الأردن

الطبعة الأولى
٢٠٠٤


بسم الله الرحمن الرحيم

المالية الدولية

العملات الأجنبية والمشتقات المالية

بين

(النظرية والتطبيق)

الدكتور ماهر كنج شكري   مروان عوض

نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية
عمان - الأردن

الطبعة الأولى

٢٠٠٤

رقم الإيداع لدى دائرة
المكتبة الوطنية
(٢٠٠٤/٣/٤٥٩)

٣٣٢,٣٥

شكري، ماهر كنج

المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق / ماهر كنج شكري، مروان عوض.- عمان: المؤلف ٢٠٠٤ بيت الشّعر، ٢٠٠٢ .

(٣٧٥) ص.

ر.إ: ٢٠٠٤/٣/٤٥٩

الواصفات: /المالية//المؤسسات المالية الدولية//العملات//الاستثمارات//التمويل الدولي//العمليات الإقتصادية//العلاقات النقدية الدولية

❖تم إعداد بيانات الفهرسة والتصنيف الأولية من قبل دائرة المكتبة الوطنية

* رقم الإجازة المتسلسل لدى دائرة المطبوعات والنشر ٢٠٠٤/٣/٥١٤



شفابدران - شارع العرب مقابل جامعة العلوم التطبيقية
هاتف: ٥٢٣١٠٨١ فاكس ٥٢٣٥٥٩٤- ٠٠٩٦٢٦
ص.ب (٣٦٦) الرمز البريدي (١١٩٤١) عمان - الأردن

مطبعة الأجيال
تلفون ، ٥٣٤٤٩٧٠

تقديـــم

يستقطب موضوع المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية والمشتقات المالية حيزاً متزايداً من اهتمام صانعي السياسة ومتخذي القرار في معظم انحاء العالم . وذلك نتيجة لاتساع حجم الأسواق المالية وزيادة حجم معاملاتها وارتفاع حدّة المنافسة بينها، حيث أضحى التركيز عليها مطلباً عالمياً انخرطت فيه الدول الصغيرة على حد سواء مع الدول الكبيرة، ناهيك عن الانفتاح المضطرد لاقتصاديات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الالكترونية والتي شكلت بمجملها تحدياً جديداً حتم على متخذ القرار العام والخاص أن يدركها وأن يلم بوسائل وتقنيات الاستفادة من الفرص، وفي نفس الوقت التحوط وحماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها تلك التحديات .

وفي ضوء هذه التطورات، نشأت حالة من عدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار العملات العالمية الرئيسية وأسعار الفائدة على الأوراق المحررة بتلك العملات، الأمر الذي أثر بطريقة مباشرة على نتائج أعمال الشركات وبأخرى غير مباشرة على أداء الأسواق المالية واستثماراتها، عوضا عن التأثير على الاستقرار النقدي وكلفة وحجم الدين الخارجي والموازنة العامة وقدرتها على تحقيق التنمية المستدامة .

وقد تصدى المؤلفان - وتجمعهما زمالة عمل وعلم في البنك المركزي الأردني - إلى معالجة هذا الموضوع الهام بأسلوب علمي رصين جمع ما بين النظرية والتطبيق، فقدّما النظرية وأوضحا ميزاتها ومحدداتها من الناحية التطبيقية، ليغدو الكتاب استثنائياً في فائدته للدارسين من طلبة العلم وللمارسين والعاملين في المصارف والدوائر المالية في الشركات والمؤسسات العامة والحكومية، محققا بذلك رسالة التعليم العالي ومعهد الدراسات المصرفية في ربط مخرجات التعليم بالاحتياجات الفعلية لقطاع الأعمال والمصارف .

وختاماً، لا يسعني إلا أن أتقدم بفائق الشكر والتقدير إلى المؤلفين على جهدهم الواضح في اعداد هذا الكتاب الذي يشكل اضافة مهمّة إلى المكتبة المالية العربية، معتزاً بمساهمة معهد الدراسات المصرفية في اخراجه إلى حيز الوجود، وذلك تمشياً مع سياسته في دعم ورعاية البحث العلمي والتأليف .

وفقنا الله جميعاً في تقديم كل ما هو مفيد لوطننا وأمتنا .

الدكتور أمية طوقان

محافظ البنك المركزي الأردني

رئيس مجلس إدارة معهد الدراسات المصرفية

عمان - الاردن

تقديـــم

تبنى معهد الدراسات المصرفية خلال مسيرته التعليمية سياسة دعم وتشجيع ورعاية محاولات الأبداع في مجالات التأليف والدراسات المتعلقة بالمواضيع التي لها علاقة بالعمل المالي والمصرفي، وذلك انطلاقا من فلسفته القائمة على ضرورة تطوير ورفع كفاءة العاملين في البنوك والمؤسسات المالية لمواكبة كل ما هو حديث وجديد في حقول المال والمصارف.

لقد جاء دعم معهد الدراسات المصرفية لكتاب "المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية" من أجل تزويد المكتبة العربية وطلبة العلوم المالية والمصرفية والعاملين في الجهاز المالي والمصرفي وصانعي القرارات الاستثمارية بالمراجع والمؤلفات العلمية والعملية التي تواكب أحدث التطورات والمستجدات المالية على الساحة الدولية. وقد تناول هذا الكتاب مجالاً واسعاً من الموضوعات المستجدة في العمل المالي والمصرفي، مركزاً على التطورات الهامة التي حدثت في مجال العملات الأجنبية والأسواق والأدوات المالية، بالإضافة الى تناوله للمشكلات المالية وظاهرة العولمة والشركات متعددة الجنسية مروراً بنظريات تحديد اسعار الصرف وانظمة الصرف العالمية، كما تطرق الكتاب الى موضوع المشتقات المالية موضحاً الخلفية النظرية والعملية للتعامل بالعقود المستقبلية وحقوق الخيار ومقايضة العملات واسعار الفائدة.

ولا شك ان الخبرة العملية التي اكتسبها مؤلفا هذا الكتاب الدكتور ماهر شكري والأستاذ مروان عوض في هذا المجال قد اضفت على الكتاب صبغة تطبيقية أثرت العمل وزادت أهميته وجعلته نتاجاً علمياً مميزاً يستحق الدعم والتقدير من الجميع. فإلى اهل العلم والمعرفة يسرني أن أقدم هذا الكتاب، وكلي ثقة بأنه يشكل إضافة نوعية إلى المكتبة الإقتصادية التي تحتاج إلى تحديث وإثراء دائمين.

والله من وراء القصد،،،

الدكتور أديب حداد

عميد معهد الدراسات المصرفية

عمان – الاردن

مقدمة المؤلفين

نشأت فكرة هذا الكتاب عن الحاجة الى مرجع متكامل يضم مفردات مساق " المالية الدولية " المتعارف عليها في الجامعات الغربية والعربية، بالاضافة الى تطبيقاتها العملية كما تتم على أرض الواقع في المصارف والأسواق المالية الدولية، ليكون في نفس الوقت مرجعا تدريبياً معتمداً لدى معهد الدراسات المصرفية / عمان والمعاهد العربية المتخصصة.

وبالنظر لوجود مرجع تدريبي شامل ألفه الأستاذ مروان عوض بعنوان " العملات الأجنبية، الاستثمار والتمويل - النظرية والتطبيق " في عام ١٩٨٨، كان لا بد من توحيد جهود المؤلفين بهدف اعادة تنظيم المرجع المذكور وتحديث مادته في ضوء التطورات الهامة التي حدثت في مجال العملات الأجنبية والأسواق والأدوات المالية الدولية خلال الحقبة الأخيرة من القرن الماضي، واضافة مادة جديدة تكمل مفاهيم ونظريات وتطبيقات " المالية الدولية " كمساق جامعي يدرس على مستوى البكالوريوس والماجستير.

يتكون الكتاب من ثلاثة أبواب يتناول الأول منها ومن خلال خمسة فصول مفهوم المالية الدولية وتطور نظام النقد الدولي ومصادر التمويل الدولية من حيث الأسواق والأدوات، ويتطرق الى المشكلات المالية الدولية مثل أزمة المديونية العالمية، أسبابها وأساليب معالجتها، وظاهرة العولمة والشركات متعددة الجنسيات والاستثمارات الدولية المباشرة، كما ويقدم شرحا مفصلا لأسواق وأدوات التمويل الدولي قصير الأجل ومتوسط وطويل الأجل وأسواق التمويل الثانوية.

اما الباب الثاني، فيتناول التعامل بالعملات الأجنبية من خلال أربعة فصول انطلاقا من أسس وقواعد العمل في أسواق العملات الأجنبية ومرورا بنظريات تحديد أسعار الصرف، وأنظمة الصرف المتبعة في ظل نظام النقد الدولي، ليتوصل الى تقديم التفاصيل العملية لعمليات التعامل الأني والاجل بالعملات الأجنبية.

ولا تكتمل دراسة المالية الدولية دون تناول المشتقات المالية، حيث يغطي الباب الثالث ومن خلال ثلاثة فصول الخلفية النظرية والعملية للتعامل بالعقود المستقبلية، وحقوق الخيار، وعمليات تبديل / مقايضة العملات، وأسعار الفائدة.

وأخيرا، لا يسعنا الا أن نتقدم بجزيل الشكر ووافر الإمتنان الى كل من ساهم في اخراج هذا الكتاب الى نور الوجود، ونخص بالذكر معالي الدكتور أمية طوقان رئيس مجلس ادارة معهد الدراسات المصرفية وعطوفة الدكتور أديب حداد عميد المعهد على تشجيعهما ودعمهما، كما ونخص بالشكر والعرفان السادة أعضاء لجنة التقويم المعتمدة من المعهد على ملاحظاتهم القيمة والتي كان لها أكبر الأثر في تأكيد دقة محتوى الكتاب وتوضيحه وتصحيح أخطائه النحوية والمطبعية حيثما وردت.

واذ نهدي هذا المؤلف الى الدارسين والممارسين والمستثمرين والمدراء الماليين العرب لنأمل أن يكون فيه اضافة مجدية الى المكتبة الجامعية العربية، والله من وراء القصد.

المؤلفان

مارس ٢٠٠٤

المحتويات

الباب الأول

المالية الدولية
INTERNATIONAL FINANCE

الفصل الأول

نظام النقد الدولي

- مفهوم المالية الدولية
- تطور نظام النقد الدولي

مقدمة :

يتميز الاقتصاد العالمي في عصرنا هذا بتزايد وزن وأهمية المعاملات الخارجية للأقتصادات المكونة له . فالتجارة الخارجية بين الدول نمت بوتائر تزيد عن ضعف وتائر النمو الأقتصادي العالمي خلال النصف الأخير من القرن الماضي مما زاد من حصة المعاملات الدولية في الناتج المحلي لمعظم دول العالم وبشكل خاص الدول الصناعية الكبرى .

وقد صاحب النمو المطرد في التجارة الخارجية والذي نتج عن تحرير التبادل التجاري الدولي وازالة المعيقات أمام تدفق السلع ورؤوس الأموال نمو موازي في العمليات المالية الدولية ، اذ انه لا بد للدول والشركات من تسوية مدفوعاتها التجارية وتمويل استثماراتها المحلية والخارجية المتزايدة .

وعلى صعيد آخر فقد ادى الانكماش الهام في المجال الأقتصادي "Economic Space" الناتج عن ثورة تكنولوجيا الأتصالات والمعلومات والمواصلات وما نتج عنه من تخفيض في كلف التعامل الخارجي الى تعزيز نمو التبادل التجاري الدولي وتزايد اعتماد الاقتصادات والأسواق على بعضها البعض ، مما أدى الى عولمة أسواق الاستثمارات المالية والحقيقيه . ويتمثل واقع العولمة بارتفاع الاستثمارات الأمريكية الخارجية خلال 1970-1992 بما نسبته 600% في حين ارتفعت الاستثمارات الأجنبيه في امريكا خلال نفس الفترة بما نسبته 1700% (١) .

وأمام تزايد أهمية وأحجام المعاملات الماليه الدوليه تنامت المشكلات المترتبه على التعامل بعدد من العملات العاليه الرئيسيه والعملات الدوليه من حيث اسعار صرف هذه العملات واسعار الفائده عليها . فعلى صعيد الشركات تؤثر اسعار الصرف

(١) احصاءات بنك التسويات الدولية ، بازل ، سويسرا .

تأثيرا هاما ومباشراً على المبيعات والكلفه والأرباح والتي تؤثر بدورها على الأسواق الماليه ومدخرات الأفراد المستثمرة في هذه الأسواق. أما على صعيد الدول فتؤثر اسعار الصرف على الأستقرار النقدي والنمو الأقتصادي وكلفة الدين الخارجي مما يؤثر على موازنة الدوله وقدرتها على دفع عجلة التنمية. ومن هنا كان لا بد لنا من التعمق في فهم عناصر الماليه الدوليه.

فالانفتاح المتزايد لدول العالم على بعضها البعض يشكل أحد أهم عناصر نموها اذ لا يتوقف هذا الأنفتاح عند تزايد نسبة التجارة الخارجية من استيراد وتصدير الى الناتج المحلي الأجمالي بل يتعداه الى تزايد حركة الأموال من والى تلك الدول بشكل استثمارات مباشرة او غير مباشرة، قصيرة وطويلة الأجل تشجعها حرية دخولها وخروجها وقابليتها للتحويل.

وقد صاحب هذا الأنفتاح مزيد من التحرر في أنظمة مراقبة العملة الأجنبية حيث أتاح العديد من الدول النامية لمواطنيها حرية الأحتفاظ بمدخراتهم بعملات عالمية رئيسية مما ادى الى تشجيع الأدخار والأستثمار في بلادهم وفي جميع انحاء العالم.

ومن ثم كان لا بد لهذه الدول النامية ان تنافس الدول الصناعية المتقدمة على استقطاب المدخرات المحلية والخارجية بهدف تمويل نموها الأقتصادي المستدام، وذلك باتباع السياسات الأقتصادية والمالية والنقدية والتجارية الجاذبة لرؤوس الأموال. وقد ادى ذلك الى تزايد ارتباط المالية العامة والأداره المالية الخاصة بالمالية الدولية، والتي أصبحت جزأ لا يتجزأ من المعطيات اللازمة لأتخاذ اي قرار مالي أو استثماري.

مفهوم المالية الدولية :

تعنى المالية الدولية بكل ما ينبثق عن التبادل الدولي من :

- تسوية مدفوعات اثمان الصادرات والمستوردات .
- تدفق الأموال بشكل قروض أو استثمارات من الدول المتقدمة والشركات متعددة الجنسيات الى الدول النامية بهدف تمويل مشاريع تنموية ومن الدول النامية الى الدول المتقدمة تسديداً للقروض المستغلة وفوائدها أو تحويلاً لأرباح الأستثمارات أو توظيفاً لمدخرات مواطني هذه الدول . ويترتب على ذلك تبديل مستمر للعملات من عملة محلية الى عملة عالمية ومن عملة عالمية الى عملة عالمية اخرى وهكذا .

ومن الطبيعي أن يؤدي اختلاف العرض والطلب على عملة ما الى اختلاف سعر صرفها من حين لآخر ، مما ادى الى ظهور سوق هامة للتعامل بالعملات الأجنبية تهدف الى تحقيق الأرباح من خلال المضاربة على تقلبات اسعار العملات او تهدف الى التحوط وحماية التدفقات المتوقعة من الخسائر التي قد تنتج عن هذه التقلبات .

ومن هنا فقد أصبحت ادارة مخاطر اسعار الصرف وأسعار الفائدة سمة رئيسية من سمات المالية الدولية . حيث تطورت أسواق المشتقات المالية بالأضافة الى أدوات التعامل في سوق العملات والسوق النقدية ، لتصبح الأدوات الأساسية للمضاربة من جهة وتغطية المخاطر المذكورة من جهة أخرى .

وسنقوم من خلال هذا المؤلف بدراسة المجمعات الأقتصادية التي تحكم المالية الدولية مثل نظام النقد الدولي ومصادر التمويل وتسوية المدفوعات الدولية بالأضافة الى أسواق التمويل والأستثمار الدولية وادواتها ومن ثم النظرية والتطبيق للتعامل بالعملات الأجنبية والمشتقات المالية، لنغطي بذلك جميع مكونات الماليه الدولية.

وتخضع جميع المعاملات الماليه الدولية الى اصول واعراف مصرفية وقوانين وأنظمة الدول المصدرة للعملات العالمية الرئيسية والتي تعمل تحت مظلة نظام نقد دولي أعتمد دولياً بعد الحرب العالمية الثانية.

تطور نظام النقد الدولي :

الخلفية التاريخية:

١- نظام الذهب الكلاسيكي : The Classical Gold Standard 1914-1870

عمل نظام النقد الدولي على مدى نصف قرن سبق الحرب العالميه الأولى وفق قواعد نظام الذهب الكلاسيكي . وقد ارتكز نجاح هذا النظام على مصداقية الدول الناتجة عن ضمانها غير المشروط لتحويل العملة الورقية التي تصدرها الى الذهب بسعر ثابت وعدم اخلالها بهذه الضمانة مهما كانت الأسباب . وعلى الرغم من المحددات النقدية التي كانت تواجهها الدول والمتمثلة في محدودية موجوداتها من الذهب إلا أن تجربتها خلال فترات الحروب حيث كانت تعلق تلك الضمانة بهدف تمويل الحرب بواسطة التضخم، دلت على أن أرتفاع كلفة قروض الحكومة المترتب على انخفاض مصداقيتها يفوق بكثير الفوائد التي قد تجنيها تلك الحكومة من عدم الألتزام بمحددات نظام الذهب الكلاسيكي النقدية . وعليه فقد تميز هذا النظام بتوقعات تضخمية متواضعة مما ترتب عليه اسعار فائدة منخفضة أدت الى تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الأقتصاد العالمي .

٢- نظام الأسعار المرنة والقيود Flexible Rates & Controls 1944-1914

أدت الحرب العالمية الأولى والتي علقت الدول الكبرى خلالها تعهدها بتحويل عملاتها الورقية الى ذهب الى اضعاف مصداقية هذه الدول خاصة وانها لجأت الى فرض قيود على تحويل عملاتها المحلية الى عملات اخرى . وحال انتهاء الحرب في عام 1918، لم تعد تلك الدول الى نظام الذهب بل استمرت في اتباع نظام اسعار صرف مرنة حتى عام 1926، مما ادى الى حدوث تضخم

هائل Hyper Inflation فيها، اجبرها على العودة الى نظام الذهب في ذلك العام في محاولة كبح جماح التضخم ومعالجة العديد من العلل الاقتصادية التي ترتبت عليه مثل انتشار اجراءات الحماية وتخفيض العملات التنافسي وما نتج عنها من سؤ تخصيص للموارد الأقتصادية أدى في المحصلة الى انخفاض الأنتاجية وتعميق الركود الأقتصادي.

الا أن الدول الكبرى لم تنجح في العودة الى نظام الذهب الكلاسيكي بسبب الرفض السياسي لمرارة وقساوة ما يترتب على الضبط المالي الناتج عن ذلك الأجراء على شعوب تلك الدول. حيث قامت فرنسا بتخفيض الفرنك في عام 1928 واعلنت في عام 1931 توقفها عن قبول الجنيه الأسترليني لتسوية عملياتها المالية الخارجية والأصرار على الذهب بدلاً منه. وعلى أثر ذلك اعلنت بريطانيا انهاء قابلية تحويل الجنيه الأسترليني الى الذهب.

وبالنظر لكون بريطانيا انذاك المركز الرئيسي لنظام الذهب، فقد ادى انهاء قابلية تحويل الجنيه الأسترليني الى الذهب الى انهاء نظام الذهب. وقد تبعت الدول الكبرى بريطانيا في انهاء قابلية تحويل عملاتها الى الذهب وبانتهاء عام 1934 كان الدولار الأمريكي هو العملة الرئيسية الوحيدة القابلة للتحويل الى ذهب.

وحيث ان خروج دول العالم الكبرى من الكساد العظيم 1929-1933 لم يتأتى الا قرب اندلاع الحرب العالمية الثانية 1939-1945، فقد أصبح من الصعب وضع نظام نقد عالمي جديد ينقذ العالم من الفوضى الماليه التي سادت ما بين الحربين الا في عام 1944 حيث بات انتصار الحلفاء على دول المحور مسألة وقت.

ومن ثم فقد اجتمع ممثلو الولايات المتحدة وبريطانيا وحلفاؤهم من الدول الكبرى في تموز 1944 في فندق ماونت واشنطن، في مقاطعة برتون وودز، ولاية نيوهامبشير لوضع نظام نقدي عالمي جديد.

٣- نظام برتون وودز وصندوق النقد الدولي

Bretton Woods and The International Monetary Fund (IMF), 1944-1973

ركز ممثلو الدول الكبرى المجتمعون في برتون وودز جل اهتمامهم على تلافي تكرار توقف النظام النقدي الدولي عن العمل كما حدث بين الحربين العالميتين وما ادى اليه من كوارث اقتصاديه سادت في جميع انحاء العالم وكان لا بد من انشاء مؤسسة تعمل على ادارة النظام الجديد وفق الأسس المتفق عليها، حيث تم وضع النظام الأساسي لصندوق النقد الدولي والذي اشترط على الدول الأعضاء (معظم دول العالم).

- السعي الى تعزيز التعاون النقدي الدولي.
- تسهيل نمو التجارة الخارجية عن طريق ازالة المعيقات.
- تعزيز استقرار اسعار الصرف.
- انشاء نظام مدفوعات متعدد الأطراف.
- بناء احتياطي كاف من العملات الأجنبية لدى الصندوق لتحقيق الشروط المذكورة.

أ - احتياطيات الصندوق

وقد تم بناء هذا الأحتياطي من قبل الدول الأعضاء حيث خصص لكل منها حصة Quota على أساس حجم الناتج القومي الأجمالي وأهمية

التجارة الخارجية في كل دولة. وتولت كل من هذه الدول دفع حصتها بالذهب (25% من الحصة وسميت شريحة الذهب Gold Tranche وبالعملات المحلية (75% من الحصة) وقد سمحت اتفاقية صندوق النقد الدولي للدول الأعضاء ان تقترض منه ما يعادل شريحة الذهب دون شروط وما يعادل 100% من الكوتا على اربع مراحل تزداد شروط اقتراض كل مرحلة عن سابقتها، حيث كان هدف الصندوق من هذه الشروط التأكد من اتباع الدول الأعضاء لسياسة الأقتصاد الكلي التصحيحية والصحيحة. وعلى مر الزمن تم توسعة التسهيلات الممنوحة للأعضاء في ضوء التطورات الدولية كما يلي:

١- تم انشاء ترتيبات الأقراض تحت الطلب Stand by Arrangements في عام 1952 لتمكين الدولة العضو من تجهيز سيولة آنية لا تحتاجها الا لطمأنة الأسواق انها قادرة على الدفاع عن سعر صرف عملتها ريثما تحصل على الدعم المطلوب من الصندوق.

٢- تسهيلات التمويل التعويضي Compensating Financing Facility ادخلت في عام 1963 لمساعدة الدول على تغطية النقص في احتياطياتها من العملات الأجنبيه بسبب حوادث طارئة، مثل كوارث طبيعية تقضي على الأنتاج الزراعي وغيرها.

٣- صندوق الأئتمان Trust Fund الذي انشيء في عام 1976 على اثر اتفاقية Kingston Agreement التي سمحت للصندوق ببيع ذهبه الذي فقد دوره المحوري في نظام النقد الدولي، حيث خصص عائد بيع الذهب لقروض تنموية خاصة.

٤- تسهيلات التمويل الأضافية Supplementary Financing Facility، وتتضمن تسهيلات اضافيه تحت الطلب جاءت نتيجة لأزمة النفط 1974-1976 تحت اسم تسهيلات النفط التي منحت للدول الأعضاء لتمكينها من الاستمرار في شراء احتياجاتها من النفط على اثر الأرتفاع الحاد في اسعاره.

٥- تسهيلات التموين The Buffer Stock Facility والتي تمنح بهدف تمكين الدول الأعضاء من شراء محاصيل اساسية.

ولتدعيم مصادر اموال الصندوق سمح له في عام 1980 بالأقتراض من الأسواق المالية العالمية.

ب- نظام اسعار الصرف

يعتبر ضمان قابلية تحويل الدولار الأمريكي الى ذهب بالأضافة الى تثبيت اسعار بقية العملات بالدولار من أهم اركان اتفاقية برتون وودز، وقد سمح للعملات بالتذبذب صعودا وهبوطاً بما لا يزيد عن 1% حول سعر التعادل المعلن Parity، حيث كان على الدول الكبرى ان تتدخل لشراء او بيع عملتها في الأسواق الحره للحفاظ على هذا السعر. وعليه فقد احتفظت الولايات المتحدة باحتياطيها بالذهب في حين احتفظت بقية الدول باحتياطياتها بالدولار. وقد سمح للدول باعادة النظر بسعر تعادل عملتها مرة في كل سنة مع امكانية تخفيض العملة بما لا يزيد من 10% من سعر صرفها اذا ما دعت الحاجة الى ذلك.

وقد أعتبر الأقتصادي الأنجليزي المعروف John Maynard Keynes وجود الدولار كعملة ارتكاز للنظام الجديد نقطة ضعف ودعى الى اعتماد

عملة دولية جديدة يصدرها الصندوق نفسه The Bancor الا أن اقتراحه رفض، حيث بدأت نقاط ضعف النظام تتبين في بداية الستينيات، حين قام استاذ الأقتصاد في جامعة يال الأمريكية روبرت تريفن Robert Triffin بوضع معضلته المسماة Triffin Paradox التي تنبأت بانهيار النظام.

وتتلخص هذه المعضلة انه يجب على احتياطيات العالم ان تنمو بشكل منسجم مع نمو التجارة الدولية والتي كانت تنمو بمعدلات تفوق معدلات النمو الأقتصادي وعليه يجب على الدوله مصدرة عملة الأحتياطي العالمية، الولايات المتحدة، ان تحقق عجزاً دائماً في ميزان مدفوعاتها لتمكين بقية الدول من بناء احتياطياتها، الا انه من ناحية اخرى فان تزايد العجز المذكور كان يصاحبه تزايد الشكوك في قدرة الولايات المتحدة على تحويل مطلوباتها الخارجية الى ذهب بالسعر المتفق عليه.

ومن ثم قامت فرنسا التي كانت تعارض دور الدولار المركزي منذ البداية، وابتداء من عام 1962 بتحويل دولاراتها الى ذهب على الرغم من معارضة الولايات المتحدة. وقد شجع ذلك بقية الدول على تحويل الدولار الى ذهب مما ادى الى اول أزمة عالمية في عام 1968 تم خلالها وضع سعرين للذهب (Two Tier System)ا لأول السعر الرسمي 35 دولاراً للأونصة والثاني معوم يتحدد بناء على العرض والطلب في الأسواق. وقد كانت هذه محاولة لفصل دور الذهب النقدي عن دوره كسلعة صناعية. وبتزايد الأزمات النقدية خلال تلك الفترة 1962-1968 حيث تم تخفيض الجنيه الأسترليني في عام 967 بنسبة 14,3% ومن ثم الفرنك الفرنسي في عام 1969، قرر الصندوق خلق احتياطي مساعد للدولار، بهدف الحفاظ على نظام برتون وودز وحل معضلة تريفين، وذلك بالتخصيص الأول لحقوق

السحب الخاصة في عام 1970.

جـ- حقوق السحب الخاصة SPECIAL DRAWING RIGHTS

هي عبارة عن قيود دفتريه تقيد لحساب الدول الأعضاء كل حسب حصته لدى الصندوق ويجوز استعمالها لتسوية المدفوعات الخارجية متعددة الأطراف بين الدول، وتشكل اضافة صافية لاحتياطي الدول الأعضاء، دون الحاجة الى استخراج المزيد من الذهب او تحقيق عجز دائم في ميزان المدفوعات الأمريكي.

وقد تم تخصيص ما مجموعه 20 مليار وحدة حقوق سحب خاصة خلال الفترة 1970-1981، وقد أجازت خطة التخصيص للدول استعمال 70% مما خصص لها من حقوق سحب خاصة، والأحتفاظ بما لا يزيد عن ثلاثة امثال المخصص. ويدفع الصندوق فائدة يتم احتسابها على اساس معدل اسعار الفائدة على الدولار والجنيه الأسترليني والمارك الألماني والين الياباني والفرنك الفرنسي، على موجودات الدول من حقوق السحب الخاصة ويتقاضى نفس الفائدة تقريبا على مخصصات تلك الدول منها.

في البداية تم احتساب سعر تحويل حقوق السحب الخاصة. SDRS على أساس الوحدة مع الدولار 1USD= 1SDR، الا انه مع تزايد الطلب على الذهب وعرض الدولار بدا واضحا في عام 1971 ان الولايات المتحدة لن تتمكن من الحفاظ على دور الدولار المركزي وعليه فقد قرر الرئيس نيكسون في 1971/8/15 ايقاف تحويله الى الذهب، وبموجب اتفاقية سميثسونيان ثم تخفيض الدولار مقابل الذهب بنسبة 8,5% ليصبح 38 دولاراً للأونصة، ورفع المارك الألماني والين الياباني بنسبة 12%. كما وتم

توسيع هوامش الذبذبة حول سعر التعادل الرسمي لتصبح 4,5% بدلاً من 1%، وقد ارتأت الدول الأوروبية حصر هوامش التذبذب بين عملاتها في حدود 2,5% متخذة بذلك الخطوة الاولى نحو توحيد عملاتها في اليورو والذي تم في نهاية القرن الماضي. وقد ترتب على هذه الخطوة أن أصبحت عملات المجموعة الأوروبية تتقلب في حدود أقل من بقية العملات العالمية الرئيسيه مما جعل رسمها البياني اشبه بأفعى داخل نفق. ولضمان حدود التذبذب كان على الدول الأوروبية البدء بتنسيق سياساتها الماليه والنقديه وتوحيد تشريعاتها الأقتصادية وقد لجأت تلك الدول الى اعادة النظر في الأسعار المركزيه لعملاتها حيث كانت ترفع اسعار تعادل العملات القويه مثل المارك الألماني وتنخفّض اسعار العملات الضعيفه مثل اللير الأيطالي

Realignment عدة مرات. وقد ادى نجاح نظام الأفعى الأوروبيه الى التوصل الى الأتفاق على النظام النقدي الأوروبي **.E.M.S** في عام **1979** الذي كان الهدف منه تثبيت اسعار تعادل دائمة بين الدول الأعضاء والسيطرة على معدلات التضخم في دولهم. وقد استمرت عملية اعادة النظر في اسعار التعادل حتى عام **1986** حيث تم تثبيت اسعار التعادل بهوامش أضيق واستعمل سعر الفائدة للمحافظة على هذه الهوامش وعلى الرغم من الضغوط التي تعرضت لها المجموعه الأوروبية في بداية التسعينات من القرن الماضي وخاصة على اثر توحيد المانيا وما تبعه من رفع اسعار الفائدة على المارك الألماني وانسحاب بريطانيا من النظام فقد تم تأسيس المعهد النقدي الأوروبي **EMI** في عام **1994** ليصبح البنك المركزي الأوروبي في عام **1998**. كما وشكلت اتفاقية سميشونيان الخطوة الأولى من حقبة شهدت تقلبات كبيرة للدولار.

ومن ثم فقد انخفض الدولار مقابل SDRs على الرغم من فك ارتباطه بالذهب وربط سعره بال SDRs التي اصبحت مرتبطة بسلة عملات تتكون من العملات العالمية الرئيسية يجري اعادة النظر في اوزانها بالسلة كل خمس سنوات.

لقد جاء تخصيص حقوق السحب الخاصة متأخراً جداً، وقد كان من الممكن من الناحية النظرية نجاحه في الحفاظ على نظام برتون وودز لو عمل به في بداية الستينيات من القرن العشرين. وبايقاف تحويل الدولار الى الذهب وتخفيضه في عام1971 ومن ثم في عام 1973 مقابل الذهب انهار نظام (الأسعار الثابته) برتون وودز وحل محله عهد اسعار الصرف المرنة.

٤- فترة اسعار الصرف المرنه 1973-1985 The Flexible Exchange Rate Period

نسارع في القول هنا ان نظام برتون وودز بمكوناته من اهداف ومؤسسات دولية انشأت لتحقيقها مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية لا يزال عاملاً وبشكل مؤثر جداً، الا ان نظام اسعار الصرف العائد له انهار في عام 1973 . حيث شهد هذا العام أزمة النفط الأولى والتي نتج عنها ارتفاع حاد في اسعار النفط، وكان المستفيد الأول منها الدولار الأمريكي بعد الدول المنتجة والمصدره للنفط.

فقد ادى الطلب المتزايد على الدولار لتسوية مدفوعات البترول الى ارتفاع سعره وتدفق اموال المستثمرين والمضاربين عليه، وبشكل خاص اموال الدول المصدره للبترول مما وضع الولايات المتحدة ومصارفها في وضع مثالي لأعادة تدوير فوائض البترول من دول الفائض الى دول العجز واعادة وضع الدولار ليكون عملة العالم المركزية.

الا ان نظام الأسعار المرنة لم يعترف به رسمياً حتى عام 1976 حيث تم ذلك في اجتماعات الصندوق في جامايكا، واقر رسميا بعد مصادقة الدول الأعضاء في نيسان 1978 . وبموجب هذا النظام الجديد الغي دور الذهب النقدي وترك للبنوك المركزية المصدره للعملات الرئيسيه حرية التدخل في الأسواق للحفاظ على استقرار اسعار صرف عملاتها . وبالغاء دور الذهب النقدي اعاد الصندوق نصف موجوداته من الذهب الى الدول الأعضاء وتم بيع النصف الثاني خلال عام 1980 وخصصت عائدات بيعه لمساعدة الدول الفقيرة . كما وسمح للدول الأعضاء ببيع موجوداتها الرسميه من الذهب .

- **اقتصاديات العرض (SUPPLY SIDE ECONOMICS) واتفاقات بلازا 1985**

في بداية الثمانينيات وعلى اثر فوز الرئيس الأمريكي ريغان في الأنتخابات الرئاسيه قام فريقه الأقتصادي بتبني مدرسة اقتصاديات العرض والتي تتلخص في تخفيض المعيقات الرقابيه وتحفيز الجهود على بذل المزيد من الجهد الأقتصادي من خلال تخفيض الضرائب المباشرة وادخال مرونه متزايده في سوق العمل من حيث سهولة التعيين والأستغناء عن العمالة حسب الوضع الأقتصادي العام .

ومن جهة اخرى انتهج بنك الأحتياط الفدرالي (البنك المركزي الأمريكي) سياسة نقدية متشددة جداً لتحييد السياسة الماليه السهله وما يترتب عليها من تضخم من جهة وبهدف كسر ظهر التضخم الذي تجاوزت نسبته انذاك 10% من جهة اخرى مما ادى الى ارتفاع حاد في اسعار الفائدة الأمريكية وصلت الى ما يزيد عن **20%** للآجال القصيرة، وقد تسبب تدفق ادخارات العالم الى الدولار الأمريكي للأستفادة من اسعار الفائدة المرتفعة عليه وتمويل عجز الموازنة

الهائل الى ارتفاع سعره امام بقية العملات العالمية الى مستويات مرتفعه جداً، أدت في المحصلة الى تطور جديد في نظام اسعار الصرف المرنة، وهو نظام التدخل الجماعي التعاوني Cooperative Intervention والذي تم الأتفاق عليه بين مجموعة الدول السبعة الكبار G.7 Industrial Countries في فندق بلازا/ نيويورك عام 1985. وعلى اثر التدخل الجماعي الذي نتج عن هذه الأتفاقية بدأ الدولار مرحلة انخفاض، وبات من الصعب موازنة العجز في الميزان التجاري الأمريكي، واصبح ضعف الدولار مشكلة جديدة أدت الى اتفاقية اللوفر/ باريس حيث ترسخت فكرة ادارة اسعار العملات الرئيسية المعومة Managed Float والذي سماه بعض الأقتصاديين Dirty Float لمخالفته لقواعد السوق الأساسيه.

- **نظام النقد الدولي في هذا العصر**

يتبين من استعراضنا لتطور النظام النقدي الدولي، ان هذا التطور جاء نتيجة لضغوطات البيئة التي كان يعمل في ظلها. فالأنتقال من نظام الذهب الى نظام برتون وودز تم لمعالجة عدم قدرة نظام الذهب على خدمة التجارة العالمية النامية واحتياجات اقتصاديات الدول المتقدمة مما تسبب في الكساد الكبير وانظمة الحماية التي قلصت حجم التجارة الدولية وتخفيض اسعار الصرف التنافسي الذي سبب عدم استقرار نقدي انتهى بالحرب العالمية الثانية. ومن ثم جاء الأنتقال من نظام اسعار الصرف الثابته (برتون وودز) الى اسعار الصرف المعومه (المرنة) لمعالجة عدم قدرة نظام برتون وودز على استيعاب الفورات النفطيه في بداية السبعينيات ونهايتها. وما ترتب عليها من عجوزات هائلة في موازين مدفوعات وموازنات العديد من الدول. وكان لا بد من اتفاق الدول الكبرى على التعاون من خلال اتفاقيتي بلازا واللوفر لادارة نظام اسعار الصرف

المرنة وعدم تركه لقوى السوق وما يعتريها من مضاربات دائمة تشتت تأثير العوامل الأساسية في تحديد اسعار الصرف .

- **نظام النقد الدولي في المستقبل**

في ظل التطور التاريخي لنظام النقد الدولي ، من المتوقع ان يتأثر مستقبلاً باتجاه مكونات الأقتصاد العالمي والتي يمكن تلخيصها في الأتجاهات الأربعة التالية :

١ - التغيير في ميزان القوى الأقتصادية في العالم ، الناتج عن عولمة الأستثمارات وتدفق استثمارات ضخمه على الدول التي تتمتع بأسواق كبيره واجور عمال متدنية مثل الصين والهند ودول جنوب شرق آسيا .

٢ - اختلالات متزايدة في موازين التجارة بين الدول ناتجة عن التغيير في ميزان القوى .

٣ - تزايد المشاكل البيئية المتعلقة بالتدفقات التجارية والمالية .

٤ - الحاجة الى درجة ملائمة من المرونة في اسعار الصرف .

- **التغيير في ميزان القوى الأقتصاديه :**

بنهاية الحرب العالمية الثانية كانت الولايات المتحدة الأمريكية القوة الأقتصادية الوحيده المهيمنه في العالم ، ومن هنا كان التأثير الأمريكي واضحاً في اتفاقيات برتون وودز ، الا ان هذه الهيمنه لم تستمر ، فقد ظهرت المجموعة الأوروبية واليابان ونمور جنوب شرق آسيا والصين لتأخذ حيزاً متزايداً من التجارة الدولية والمجال الأقتصادي العالمي ، سواء عن طريق التكتل والتوحيد العملوي كما حدث في اوروبا ، او من خلال تطوير مناطق نفوذ اقتصادي مثل

جنوب شرق آسيا بالنسبة لليابان . ومن ثم فقد ادى هذا التغيير الى تكتلات اقتصادية هامة مثل شمال امريكا واوروبا ودول آسيا حيّدت قدرة اي مجموعة على الأنفراد بهندسة نظام النقد والمدفوعات العالمي بما يلائم مصالحها فقط . ومن هنا كان لا بد من تعاون جميع هذه الكتل للحفاظ على مصالحها اي تكريس العمل وفق اتفاقات بلازا واللوفر ، والعمل على ادارة ثلاث كتل نقدية عالمية وهي مجموعة الدولار ، مجموعة اليورو ، ومجموعة الين الياباني . ويتمثل هذا التعاون بشكل خاص في اجتماعات وزراء مالية ومحافظي البنوك المركزية لهذه الكتل بشكل دوري يعكس تزايد الأعتماد المتبادل لهذه التكتلات على بعضها البعض بشكل يستلزم المزيد من التعاون ، للحفاظ على استقرار النظام المالي الدولي الذي يبقى في المحصله الممول الرئيسي للنمو الأقتصادي العالمي .

- **الأختلالات المتزايده في موازين التجارة بين الكتل الأقتصادية الكبرى**

كان لا بد للتغيير في موازين القوى الأقتصادية ان ينتج اختلالات متزايده في موازين التجارة بين الكتل الأسيوية والأوروبية والأمريكية الشمالية ، حيث دأبت اليابان وتبعتها الصين والنمور الآسيويه على تحقيق فوائض هامة في موازين مدفوعاتها مع كتلة امريكا الشمالية (الولايات المتحدة ، كندا والمكسيك) . ومع استدراك الولايات المتحدة جزءاً من عجز ميزان مدفوعاتها مع الكتلة الآسيوية من خلال فوائض ميزان مدفوعاتها مع امريكا اللاتينية والشرق الأوسط ، الا أن التخوف يبقى من اللجوء الى اجراءات الحماية الأقتصادية ، فكلما كبرت الكتلة الأقتصادية وضمت عدداً أكبر من الدول كلما أصبح تأثير الحماية اقل ضرراً عليها من المنافسه غير العادلة . ويتجلى ذلك في الصعوبات الجمة التي تواجهها منظمة التجارة العالمية WTO في ازالة معيقات

الحماية الزراعية (المعتمدة في اليابان واوروبا) وبعض الصناعات الأستراتجية مثل صناعة الطائرات والصلب في الولايات المتحدة.

- **تزايد المشكلات البيئية المتعلقه بالتدفقات الماليه الدوليه**

قد تبدو العلاقة بين المالية الدولية وشؤون البيئة ضعيفة جداً، الا أن أنشطة البنك الدولي في تمويل مشاريع التنمية في الدول النامية قد ادت الى ظهور مشاكل بيئية بالغة الخطورة، مثل اغراق ملايين الهكتارات من الأراضي الزراعية نتيجة بناء السدود، وأزالة لعديد من الغابات الأستوائية نتيجة لتمويله لعدد من الطرق المخترقة لهذه الغابات مما كان له تأثيراقتصادي سالب. ومن هنا فقد قوي اتجاه التمويل الدولي الأخضر، اي الذي لا يترتب عليه اية اثار سلبية على البيئة.

- **الحاجة الى درجة ملائمة من المرونة في اسعار الصرف**

لقد شهد القرن الماضي تجربة نظام اسعار الصرف المرنة في بدايته، ونظام اسعار الصرف الثابته في منتصفه، ليعود الى نظام الأسعار المرنة في العقود الثلاثة الأخيرة منه. وتدل التجربة العملية انه لكل من النظامين محاسنه ومساوئه، الا ان التجربة دلت على نجاح النظام المالي الدولي في الاستفاده من ميزات اسعار الصرف المرنة المتمثلة في تصحيح افضل لأختلالات المدفوعات الخارجية، وثقة أكبر، وبناء احتياطيات خارجية أكبر ومزيد من الأستقلالية في رسم وتطبيق السياسة الأقتصادية ونجاحه ايضا في احتواء مساوىء ذلك النظام الممكنة مثل التأثير سلبا على نمو التجارة الدولية، واشتداد المضاربة، ويعود ذلك بشكل خاص الى التعاون والتنسيق المستمرين بين الدول الكبرى مصدرة العملات العالميه الرئيسيه. ومن الجدير بالذكر ان نظام اسعار الصرف المرنة

(المعومة) لم يناسب الأقتصاديات ذات الحجم الصغير بالنظر لحالة عدم الأستقرار النقدي الكامنة فيها، وعليه فقد لجأ عدد كبير منها الى تثبيت العملة المحلية بعملة عالمية رئيسية او بسلة عملات تعكس اوزان تجارتهم الخارجية للمحافظة على الأستقرار النقدي وتأثيره الأيجابي على النمو الأقتصادي فيها.

المراجع

الفصل الأول:

References

1. Evans, John S., **International Finance: Markets Approach**, The Dryden Press: Fortworth, 1992.
2. Kenen, Peter B./Papadia, Francesco/ Saccomanni, Fabrizio, **The International Monetary System**, Cambridge University Press: Combridge, 1994.
3. Levi, Maurice, **International Finance.** 3rd ed., Mac Graw Hill: New York, 1996.

الفصل الثاني

مصادر التمويل الدولي

١- مصادر التمويل متعددة الجهات MULTILATERAL SOURCES OF FINANCE

٢ - مصادر التمويل الثنائية BILATERAL SOURCES OF FINANCE

٣- التمويل التجاري الدولي COMMERCIAL FINANCE

٤- ازمة المديونية العالمية INTERNATIONAL DEBT CRISIS

٥- الأستثمارات الدولية المباشرة FOREIGN DIRECT INVESTMENT

- الشركات المتعددة الجنسيات - MULTINATIONAL CORPORATIONS
- اسباب نموها - REASONS OF GROWTH
- استقطاب الأستثمارات الدولية المباشرة - PROMOTING FDI
- معارضة الشركات متعددة الجنسيات - ARGUMENTS AGAINST MNLS

٦- الأستثمارات الدولية غير المباشرة INDIRECT FOREIGN INVESTMENT

الفصل الثاني
مصادر التمويل الدولي :

تشكل البنوك العالمية الكبرى والأسواق المالية العالمية مصدري التمويل الرئيسيين للشركات العالمية متعددة الجنسيات ولمعظم الدول الصناعية المتقدمة .

اما دول العالم الثالث النامية فتعتمد بشكل خاص على مصادر التمويل الرسمية ، الثنائية ومتعددة الجهات ، لتغطية الفجوة التمويلية الخارجية لديها ، حيث تتمثل هذه الفجوة بعدم كفاية ايرادات هذه الدول من العملات الأجنبيه لتغطية التزاماتها بهذه العملات الضروريه لتغطية العجز في ميزان المدفوعات وموازنة الدولة وبشكل خاص خدمة الدين العام الخارجي لديها .

١ - مصادر التمويل متعددة الجهات Multilateral Sources of Finance

تشكل المنظمات الماليه الدوليه مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي والمنظمات الماليه الأقليميه مثل الصندوق العربي للأنماء الأقتصادي والأجتماعي ، صندوق النقد العربي ، البنك الأسلامي للتنمية ، بنك الاستثمار الأوروبي وغيرها ، مصادر التمويل المتعدد ، حيث تتخصص قروض البنك الدولي والبنوك الأقليمية في تمويل مشاريع البنية التحتية المولدة للنمو الاقتصادي لدى الدول المستفيده في حين يتخصص صندوق النقد الدولي والعربي في تمويل الفجوات التمويليه المترتبه على تطبيق برامج التصحيح الأقتصادي والمالي وتطوير السوق المالية والمصرفية ومؤسساتها في الدول المستفيدة . وتتميز هذه المصادر بكلفة تقارب جداً كلفة مصادر التمويل الحره فأسعار الفائدة على هذه القروض تتراوح حوالي اسعار الفائدة التجارية ، وبآجال متوسطة وطويلة قد لا تتيحها الأسواق الحره لتلك الدول حيث تتراوح

مـدة القـرض في هذه الأسـواق حـوالي ٧ سـنوات في حين تمتـد آجـال قـروض المنظمات الدوليه الى خمس وعشرين سنة، الا أن أهمية مصادر التمويل هذه تكمن في كونها غير قابلة للشطب او اعادة الجدولة من جهة وايضا في كونها مؤشراً هاماً لبقية مصادر التمويل الحرة على جدية الأدارة المالية في البلد المستفيد وقدرته على خدمة ديونه الخارجية.

وغالبا ما تشترط مصادر التمويل الحره مثل البنوك العالميه ان يكون البلد طالب التمـويل منها عضـواً ملتزمـاً من اعضـاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. ومن شأن العضو المتلزم ان يتلقى الدعم والتمويل من الدول الكبرى بناء على توصية هاتين المنظمتين.

٢ – مصادر التمويل الثنائيه BILATERAL SOURCES OF FINANCE

تعتبر الدول الكبرى، دولا مانحة للتمويل الثنائي Bilateral Financing الذي تستفيد منه الدول النامية. ويكمل هذا النوع من التمويل تغطية الفجوة التمويلية لدى الدول المستفيدة، ويعتمد بالدرجة الأولى على قرار سياسي لدى الدول المانحه، يسترشد بتوصية المنظمات الدولية الفنية.

يتميز هذا النوع من التمويل بطول آجاله الى مدد قد تصل الى ٢٥ سنة وباسعار فائدة متدنية قد تقل كثيراً عن اسعار فائدة الأسواق العالمية، والتي قد لا تتيح للدول النامية الأقتراض لآجال مماثلة. ويمنح التمويل الثنائي لتمويل مشاريع بناء البنية التحتية وفي بعض الاحيان البنية الفوقية مثل ادارة مصادر المياه وتطوير التعليم وتحديث الأدارة العامة وغيرها. كما وقد يمنح لدعم ميزان المدفوعات او موازنة الدولة مباشرة. وبطبيعته يحتوي التمويل الثنائي على عنصر منحة يجري احتساب اهميته على اساس الفرق بين سعر الفائدة على

التمويل الممنوح وسعر الفائدة التجاري لمدة مماثله وذلك باحتساب القيمه المستقبليه للقرض الثنائي وفوائده حتى تسديده النهائي Future value ومن ثم خصم هذه القيمه المستقبليه الى القيمه الحاليه Present Vawe بسعر فائدة التمويل التجاري لنفس المدة. وتتكون المنحة من الفرق بين قيمة التمويل الأسميه عند منحه والقيمه الحاليه المستخرجه.

وقد تشترط الدول المانحة للتمويل الثنائي حصر استيراد المكون الأجنبي للمشروع المنوي تنفيذه من أسواقها، فاذا كان المشروع تزويد منطقة معينة بالمياه بواسطة الأنابيب ، على سبيل المثال، فان حصة المكون الاجنبي في المشروع قد تصل الى 60% من قيمته متمثلة في الأنابيب والمضخات التي يجب استيرادها حصراً من الدولة المانحة، وقد تكون اسعار هذه المستوردات اعلى بكثير من مثيلاتها فيما لو طرح عطاء دولي، مما قد يؤدي الى اعادة تحويل عنصر المنحة الى شركات الدولة المانحة، وهنا تبرز أهمية قدرات الدولة المستفيدة الأدارية وبراعتها التفاوضيه في الحصول على اسعار منافسة تضمن استفادتها من عنصر المنحه.

أما القروض التصديريه التي تمنحها الدول الكبرى وعدد متزايد من الدول الأخرى تشجيعاً لصادراتها والتي سنقوم بدراسة تفاصيلها في الفصل الرابع، فتعتبر من القروض الثنائية في حال تعثرها، حيث يطالب المصدرون المؤسسات الحكومية الضامنة لقروضهم الى الدول المستوردة بدفع قيمها في حال عدم قدرة الدولة المستوردة على الدفع. وتضطر هذه المؤسسات الى الدفع ومن تم تحويل المطالبة بالقرض التصديري لتصبح في اطار العلاقة الثنائيه بين البلدين.

٣- التمويل التجاري الدولي INTERNATIONAL COMMERCIAL FINANCE

تلجأ الدول والمؤسسات الدوليه والشركات الكبرى متعددة الجنسيات الى تغطية احتياجاتها للتمويل من اسواق ادوات الدين الدولية عن طريق اصدار السندات او من خلال التجمعات المصرفية Syndications قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل سواء كانت هذه الأسواق في الدول المصدرة للعملات العالمية الرئيسيه او في الأسواق العالمية الحرة Euro Morkets .

ومن أهم شروط اصدار السندات، والتي سندرس تفاصيلها في الفصل الرابع، هو كون الجهة المصدره مؤهلة للأقتراض. ويتأتى ذلك التأهيل من خلال حصول تلك الجهة على تصنيف ائتماني دولي من احدى وكالات التصنيف الدوليه المعروفة مثل Standard & Poor و Moody's و Fitch Rat- ings .

ولكي تتأهل الجهة الراغبة بالأقتراض يجب ان لا يقل تصنيفها الأئتماني عن درجة الأستثمار Investment Grade اي BBB . وفي حال كون التصنيف BB أو أقل تعتبر درجة التصنيف درجة مضاربة Speculative Grade حيث تتميز بارتفاع كلفة اصدارها وبشكل خاص كلفة تعهد التغطية Underwriting Fees وادارة اصدار السندات وبيعها كما وتتميز بارتفاع سعر الفائده عليها (الكوبون).

وقد يكون من المناسب للجهة المصدره غير المصنفة او التي لا تحمل درجة التصنيف المناسب ان تتحمل كلفة الأصدار وسعر الفائدة المرتفعين للأستفادة من حركة اسعار الفائدة وتأثيرها على اسعار ادوات الدين في المستقبل مما قد يتيح لادراتها الماليه المزيد من المرونه في تخفيض كلفة اموالها المقترضة.

اما في حال عدم رغبة الجهة طالبة التمويل او عدم قدرتها على اصدار السندات، او اي من ادوات الدين المتداولة، فهي تلجأ الى البنوك العالمية والتي في حال اقتناعها بجدوى التمويل وقدرة الجهة المقترضة على التسديد تعمل على تنظيم التمويل المطلوب مباشرة او من خلال تجمعات بنكية يشارك فيها عدد من البنوك. ويعتمد عدد البنوك المشاركة على حجم التمويل المطلوب والغاية منه.

وسيتم استعراض مختلف ادوات التمويل المتاحه في الأسواق المالية العالمية من خلال الفصول الثالث والرابع والخامس من هذا المؤلف.

٤- أزمة المديونية العالمية:

تعود أزمة المديونية العالمية الى مجموعة من الأسباب يمكننا تصنيفها ضمن فئتين: الأسباب الموضوعيه والأسباب الخاصة، وتتلخص هذه الأزمة في توقف عدد كبير من الدول المتوسطة الحجم مثل المكسيك والبرازيل والأرجنتين ودول العالم الثالث الأفريقيه والعربية والأسيويه عن دفع التزاماتها الخارجية بالعملات الأجنبية وذلك اعتباراً من عام 1982 وحتى تاريخه.

أ - الأسباب الموضوعية:

يقصد بالأسباب الموضوعيه لأزمة المديونية العالمية، الأسباب الخارجة عن سيطرة الدول المعنية والمتمثلة في الظروف السياسية والأقتصادية والمالية التي شهدها العالم منذ بداية السبعينيات من القرن العشرين، حيث شهدت هذه الفترة على الصعيد المالي توقف الولايات المتحدة عن تحويل الدولار الى ذهب اي نهاية العمل بنظام أسعار الصرف الثابتة وبدء مرحلة اسعار الصرف المرنة، وعلى الصعيد الأقتصادي استمرت الفجوة بين دول الشمال المتقدمة ودول الجنوب النامية بالأتساع، من حيث استمرار اتجاه شروط

التبادل التجاري الدولي Terms of Trade في مصلحة دول الشمال حيث أدت معدلات التضخم المرتفعة فيها والتي تجاوزت 10% الى ارتفاع اسعار منتجاتها بشكل مطرد في حين اتجهت اسعار المواد الخام والمواد الأوليه الى الأنخفاض النسبي .

وقد صاحب حالة عدم الأستقرار النقدي والأقتصادي ، اضطرابات سياسية ربما كان أهمها حرب اكتوبر 1973 والتي نتج عنها صدمة البترول الأولى Oil Shock والتي ادت الى ارتفاع حاد في اسعار البترول ترتب عليها اعادة توزيع عامة لأحتياطيات الدول ، حيث انتقل جزء هام من احتياطيات دول العالم غير المنتجة للبترول للدول المصدرة والتي تميزت آنذاك بقدرات محدودة لأستيعاب الأرتفاع الهائل في دخلها من العملات الأجنبيه .

وعليه كان لا بد من اعادة تدوير Recycling فوائض الدول المنتجة للبترول وتوظيفها في الدول صاحبة العجز الصناعية منها والنامية . وقد تولت البنوك العالمية هذه المهمة من خلال أستقطاب ودائع الدول المصدرة واقراضها للدول صاحبة العجز بسرعة بهدف تمويل النمو الأقتصادي العالمي وتمكين هذه الدول من اعادة ترتيب اوضاعها وتوازناتها الداخلية لتستوعب أسعار طاقة حقيقية وعادلة . وبسبب الضائقه المالية التي اصابت الدول المتقدمة ومحدودية مصادر وآليات تمويل المؤسسات الدوليه فقد لجأت معظم دول العالم الثالث الى البنوك التجارية العالمية لتمويل العجز في موازين مدفوعاتها وموازناتها الرسمية . وقد شجع اقبال البنوك العالمية على اقراض دول العالم الثالث بقية البنوك الأقليمية والمحلية على مشاركتها في عمليات الأقراض هذه من خلال قروض التجمعات البنكية

حيث كـان رائدها في تلك المشاركـات القـول المشـهـور لـلرئيس التنفيـذي لسيتي بانك، والترريستون، ان "الدول لا تفلس".

ومن ثم تعرض العالم الى صدمة البترول الثانيه في عام 1979 حيث ارتفع سـعـر البتـرول ارتفـاعـا حـادا وصل بسعـره الى حـوالي 34 دولار للبرميل، وذلك في اطار سعي الدول المنتجة للمحافظه على قيمة صادراتها من البترول في ظل معدلات تضخم عالمية مرتفعه جداً. وعلى غرا رما حدث على أثر الصدمه الأولى استمرت البنوك العالميه في اعادة تدوير فوائض الدول المصدرة للبترول من خلال اقراض الدول غير المنتجة لتغطية العجز المتزايد في موازين مدفوعاتها وموازناتها، حيث تميزت هذه القروض بكونها قروض تجمعات بنكية تحمل اسعار فائدة متغيره على اساس سعر الفائدة على الدولار لأجل ثلاثة او ستة أشهر بين البنوك في سوق لندن 3-6 Month Libor وبارتفاع حجم الديون التجارية لدى دول العالم الثالث تم زرع بذور ازمة المديونيه العالمية.

وقد اينعت هذه البذور وتفجرت الأزمة على أثر الأرتفاع الحاد الذي طرأ على اسعار فائدة هذه القروض التجارية الدولية. وقد تأتى ذلك على أثر تولي رونالد ريغان رئاسة الولايات المتحدة في عام 1980 واعتماده مدرسة اقتصاديات العرض Supply Side Economics والتي كانت رئيسة وزراء بريطانيا ثاتشر قد بدأت بتطبيقها بنجاح في بريطانيا من جهة، وتعيين بول فولكر محافظا لبنك الأحتياط الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي الأمريكي) من جهة اخرى. فقد وضع فولكر نصب عينيه إعادة الأستقرار النقدي لأكبر اقتصاد في العالم من خلال كسر ظهر التضخم المتزايد والذي كان قد تجاوز 10% واعادة معدلاته الى ما دون 3%. وبناء عليه فقد عمل

بنك الأحتياط الفدرالي على رفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل الى ما يزيد عن 20%، حيث تجاوزت اسعار الودائع لأجل 3 أو 6 أشهر 21% في نهاية عام 1980، وفي ظل ارتفاع حجم المديونية التجاريه لدى معظم الدول غير المنتجة للبترول بدأت الدول تعلن توقفها عن الدفع Debt Moratorium لعدم توفر القدرة لديها. ومع تزايد عدد هذه الدول كان لا بد من بذل الجهود الدولية لمعالجة آثار هذه الأزمة، حيث تولت المؤسسات الدوليه ممثلة في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي مساعدة الدول المتعثرة على النهوض مرة اخرى من خلال اتباع برامج تصحيح خاصة بكل منها تعالج بشكل خاص الأسباب الخاصة للتعثر، وقد تبين بعد عقد من الجهود التصحيحيه ان الدول المدينة لن تتمكن في أحسن الأحوال من خدمة ديونها التجاريه. وعليه كان لا بد من معالجة اسباب التعثر الموضوعيه وقدتم معالجة هذه الأسباب بنجاح متفاوت من خلال خطة برادي Brady Plan والتي اعتمدتها دول العالم وبنوكه التجارية بعد مخاض دولي طويل طرحت من خلاله عدة بدائل كان اهمها شطب ديون الدول الفقيرة.

هذا وقد تجلت أزمة المديونية مرة اخرى على اثر انهيار الأتحاد السوفيتي في نهاية حقبة الثمانينات واتباع روسيا لسياسات اقتصادية رأسماليه كان من شأنها خلق العديد من المشاكل الماليه الدوليه لديها وبشكل خاص لدى دول اوروبا الشرقيه التي كانت تدور في محورها. ومن ثم تجددت ازمة المديونية على اثر الأنهيار الذي طرأ على أسواق العديد من النمور الأسيويه في نهاية التسعينيات من القرن العشرين، والتي كانت قد توسعت كثيراً في الاقتراض التجاري لتمويل نهضتها الصناعية، والتي نتج عنها ارتفاع هائل في الطاقة الأنتاجية العالميه ترتب عليها منافسة حادة ادت الى انخفاض قوي

في اسعار المنتجات مما ادى بدوره الى عدم قدرة هذه الدول على خدمة ديون البنوك العالميه للشركات الخاصه فيها .

ب- الأسباب الخاصه لأزمة المديونية :

اختلفت الأسباب الخاصة لأزمة المديونية بين الدول باختلاف خصوصيات كل من اقتصاداتها ، الا ان معظم هذه الأقتصادات كانت تعاني من مجموعة متشابهة من الأختلالات على النحو التالي :

١- اعتماد سعر صرف مبالغ به للعمله المحليةOvervalued Currency والذي كان من شأنه تحقيق عجز شبه دائم في ميزان المدفوعات بسبب ارتفاع الأستيراد من جهة وهروب رؤوس الأموال وتهريبها من جهة أخرى .

٢- وجود اختلالات هيكلية تراكمت نتيجة لأتباع سياسات تجارية وماليه ونقديه غير صحيحه تعتمد بالدرجه الأولى على قرارات ادارية خاطئة لا تخضع للمسائلة والمحاسبة في ظل غياب تمثيل ديموقراطي لمختلف التجمعات الأقتصادية المنتجة . وقد يكون من اكثر هذه القرارات تأثيراً ، اللجؤ الى دعم اسعار المنتجات الأساسية والطاقة وغيرها مما كان يزيد من سؤ تخصيص الموارد النادرة في الأقتصاد ويزيد من الأستهلاك والتهريب والفساد بشكل عام .

٣- ضعف معدلات الأدخار ، بسبب تدني مستويات الدخول لدى الأغلبية واتباع الأقلية الثرية لأنماط أستهلاك تفاخريه تسبب هدراً كبيراً في موجودات البلد من العملات الأجنبية .

٤- فشل انماط التنمية المتبعة في تحقيق اهدافها ، فبدلاً من بناء شركات

صناعية ناجحة تخترق أسواق التصدير وتحل محل جزء كبير من الأستيراد وتنجح في توليد الفوائض اللازمة لخدمة وتسديد الدين العام الخارجي، ادت الأدارة الحكومية الى تحقيق هذه الشركات خسائر متنامية ارهقت موازنات تلك الدول وبنوكها المتخصصة، وزادت في المحصلة من مديونيتها الخارجية وعجزها عن خدمة هذه الديون.

جـ- برامج التصحيح الأقتصادي

ولمعالجة الأسباب الخاصة لأزمة الدين والتي ترتب عليها حرمان تلك الدول من التمويل الدولي لجأت كل من الدول المتوقفة عن الدفع الى المنظمات الدولية ممثلة في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لمساعدتها في وضع وتنفيذ برامج تصحيح تعيد اليها مصداقيتها الأئتمانية الخارجية والتي تبقى شرطا ضروريا لحصول تلك الدول على التمويل الدولي اللازم لتحقيق وتائر نمو مرتفعة ترفع من مستوى معيشة مواطنيها وتدعم امالهم في مستقبل افضل.

وقد هدفت جميع برامج التصحيح الى اتخاذ الأجراءات التشريعية والأدارية والمالية والنقدية الهادفة الى ازالة مواطن الخلل الناتجة عن تراكمات التدخل الحكومي السابق، وتأثيرها السلبي على التركيبة الهيكلية لأقتصادها الوطني.

ولا بد من الأشارة هنا الى تفاوت نتائج برامج التصحيح بين دولة وأخرى. فقد استطاعت بعض الدول تنفيذ هذه البرامج بنجاح على صعيد تجمعات الأقتصاد الكلي، ولا تزال تعمل على ازالة التأثير السلبي لذلك النجاح المتمثل في ارتفاع نسب البطالة والفقر المتوقع خلال الفترة الأولى

من تلك البرامج، قبل ان تعم الفوائد على جميع المواطنين في فترات لاحقة. في حين فشلت بعض الدول في توليد الأرادة السياسية والإدارة الأقتصادية اللازمة لتحمل قساوة برامج التصحيح في مراحلها الأولية، ولا زالت تعاني من التعثر ولو بنسب متفاوتة.

في المحصلة لا بد لكل دولة مدينه ان تتحمل وزر تصحيح اقتصاداتها وتهيئتها للحاق بركب الأقتصاد العالمي، خاصة وان نجاحها يضمن حصولها على مصادر التمويل متعدد الجهات التي تعتبر شرطاً مسبقاً لحصولها على التمويل الدولي الثنائى والتمويل الدولي التجاري. ويتأتى هذا من خلال ضمان المؤسسات الدولية المقرضة تغطية فجوة التمويل الخارجية External Gap وذلك من خلال توصياتها الأيجابية بالنسبة لأعادة جدولة الديون الثنائية المستحقة بشرُوط ميسرة وآجال طويلة واعتماد خطة برادي لمعالجة الديون التجارية.

د - خطة برادي:

على اثر اقتناع المنظمات الدوليه ومجموعة الدول الكبرى بعدم قدرة الدول المدينه على استئناف النمو الأقتصادي وتسوية ديونها في نفس الوقت، تقدم وزير الخزينه الأمريكيه نيكولاس برادي في عام 1989 بخطته لمعالجة المديونية التجارية لدول العالم الثالث. وقد اعتمد لهذه الغاية الأساليب المعروفه في اسواق الولايات المتحدة لمعالجة الشركات المتعثرة U.S.Corporate Work-Out Transactions والتي تعتمد على ثلاث محاور رئيسية:

١- تمنح البنوك الدائنه الدول المدينة خصماً يتراوح ما بين 30% و 50%

حسب كل حالة علي حده، مقابل ضمان تسديد الرصيد المتبقي بعد الخصم وفوائده، وقد تم توفير هذه الضمانات من خلال تقديم الدول لسندات خزينة امريكية 30 Year Zero Coupon Bonds تم تمويل شرائها من المنظمات الدولية، في اطار برامج التصحيح المعتمدة.

٢- يشترط للحصول على الخصم المذكور قيام الدول بتبني برامج تصحيح اقتصادي جدية تقترن بشهادة حسن اداء يصدرها صندوق النقد الدولي وذلك لضمان استمرار تلك الدول في خدمة ديونها.

٣- يحول رصيد الدين بعد الخصم الى سندات قابلة للتداول سميت سندات برادي، وذلك لتمكين البنوك الدائنة من تنويع مخاطرها بشكل اوسع من جهة وتمكين الدول المدينة من شراء ديونها من الأسواق الثانوية بخصم قد يكون اكبر بالنظر لتذبذب اسعار سندات برادي بتباين اكبر بكثير من تباين اسعار سندات الخزينة الأمريكية الضامنة لها من جهة اخرى.

وبالفعل فقد نجح العديد من الدول في اطفاء نسبة كبيرة من سندات برادي التي اصدرتها في ظل عوامل سوق مناسبة وذلك خلال الحقبه الأخيره من القرن العشرين.

٥- الأستثمارات الدوليه المباشرة

ان الهدف من برامج التصحيح الأقتصادي الخاصة بكل دولة متعثرة، وما ينتج عن الألتزام بنجاح تطبيقها من اعادة جدولة الديون الثنائيه وتخفيض واعادة جدولة الديون التجارية من خلال خطة برادي، هو تمكين الدول المدينة من النهوض مجدداً وتحقيق وتائر نمو مرتفعة، تضمن استمرار قدرتها الذاتية على توليد الدخل الكافي لخدمة ديونها الخارجية دون عناء. وكان من اهم

غايات هذه البرامج تخفيض نسبة المديونية الخارجية الى الناتج المحلي الأجمالي الى ما دون 75%، فاذا كانت نسبة المديونية الخارجية لدى بعض الدول المدينة تبلغ حوالي 150% من الناتج المحلي الأجمالي فان تخفيض هذه النسبة لن يكون ممكنا الا من خلال تحقيق نسب نمو عاليه في الناتج المحلي الأجمالي، قد يترتب عليها زيادة في حجم المديونية بالأرقام المطلقة وانخفاضها في نفس الوقت نسبة الى الناتج المحلي الأجمالي، وذلك بشكل تدريجي قد يستغرق سنوات طويلة للوصول الى النسبة الصحية المذكورة. ومن هنا ظهرت أهمية الأستثمارات الدوليه المباشرة.

أ - الشركات متعددة الجنسيات:

تعتبر الشركات متعددة الجنسيات المصدر الرئيسي للأستثمارات الدولية المباشرة والتي بدورها تعتبر محرك النمو الأساسي لتلك الشركات. وقد جاء نمو الشركات متعددة الجنسيات محصلة طبيعية للأستثمارات الخارجية المباشرة التي حدثت في الماضي في ظل تطور مرادف في الأدوات المالية الدولية والأسواق العالمية وزيادة حدة المنافسه بين الشركات في مختلف دول العالم.

وبالنظر لضخامة حجم اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية واحتلالها مركز السيادة الأقتصادية بعد الحرب العالمية الثانية، كانت الشركات الأمريكية الكبرى من اوائل الشركات التي بدأ انتشارها في اوروبا واليابان وامريكا اللاتينيه ليغطي بعد ذلك العالم باكمله ولحقتها الشركات الكبرى الأوروبيه واليابانيه والأمريكيه اللاتينيه والاسيويه والعربيه في انتشارها الخارجي سعيا وراء الأسواق الواعدة والأرباح المجزية، بحيث أصبح لهذه الشركات كيان اقتصادي واسع لا تعيقه حدود الدول التي تتنافس جميعها

دون استثناء على استقطاب هذه الشركات وتوطينها بهدف خلق فرص العمل، ونقل التكنولوجيا الجديده وزيادة صادراتها وبالتالي رفع وتائر نموها الأقتصادي.

ب- أسباب نمو الشركات متعددة الجنسيات:

تعتبر الشركة متعددة الجنسيات من أهم الظواهر الأقتصاديه في القرن العشرين. وهي الشركة التي تقوم بأنتاج وبيع البضائع والخدمات في اكثر من دولة واحدة. وتتكون في العادة من شركة أم موطنها بلدها الأصلي وما بين خمس اوست فروع تابعة مسجلة في دول أخرى يربطها بالشركة الأم وبقية الشركات الشقيقة تكامل استراتيجي هام. وحسب تقديرات الأمم المتحدة يوجد في العالم ما يزيد عن 35,000 شركة متعددة الجنسيات لبعضها اكثر من 100 فرع تابع. ويعود نمو وانتشار الشركات متعددة الجنسيات الى عدة اسباب نتجت عن تطور مرادف للتطور السياسي والأقتصادي والأجتماعي والتكنولوجي الذي ساد القرن العشرين ويمكن تلخيصها كما يلي:

١- البحث عن واستغلال المواد الخام:

كانت اول الشركات متعددة الجنسيات تلك التي خرجت لأستغلال المواد الخام المكتشفه في مستعمرات الدول الصناعية الكبرى في افريقيا وآسيا، واكتسبت بناء عليه صيتا سيئاً وحاربتها حركات التحرر من الأستعمار لأرتباط عملياتها بالنهب المنظم لثروات الشعوب الفقيره. وقد لحقت هذه الشركات شركات التعدين والبترول الكبرى والتي تسعى الدول لأستقطاب استثماراتها في التنقيب عن البترول واستخراجه وتصفيته وتصديره.

٢- البحث عن الأسواق

ويمثل السبب الرئيسي لأنطلاق الشركات متعددة الجنسيات بعد الحرب العالميه الثانيه (مثل شركة نستله وكوكاكولا، وفولكس فاجن) للأنتاج والتسويق خارج دولها بعد ان وصلت اسواقها الى حد الأشباع ووصلت منتجاتها الى نهاية دورة حياتها حيث يبدأ حجم السوق في التراجع.

وغالبا ما يتبع التوجه الأستراتيجي للأستثمار في اسواق جديدة، اعتبارات أخرى مثل ضعف المستوى التكنولوجي في تلك الأسواق مما يحول دون نقل المعرفة، وحماية سمعة المنتجات التي تخضع لضوابط جودة صارمة قد لا يمكن تطبيقها في الأسواق الجديده او استغلال السمعة مثل قيام البنوك الكبرى بشراء بنوك صغيره في الأسواق الواعدة، سرعان ما تستقطب حصة اكبر من السوق في ظل سمعة الشركة الأم القوية.

٣- تخفيض كلفة العمليات:

تسعى الشركات متعددة الجنسيات مثل بقية الشركات الى تعظيم ارباحها والعائد على حقوق المساهمين فيها. ويتأتى ذلك عادة عن طريق زيادة المبيعات بشكل مستمر وبمعدلات مرتفعة عن طريق تطوير المنتجات الجديدة من جهة وعن طريق العمل على تخفيض كلفة الأنتاج والتسويق الى ادنى حد ممكن من خلال الأستثمار المستمر في البحث والتطوير وتطبيق التكنولوجيا المتقدمة في عملياتها.

وتعتبر الشركات متعددة الجنسيات التي انطلقت الى الاستثمار في الدول ذات التكاليف المنخفضه آخر جيل من هذه الشركات، وبطبيعة

الحال فإن الأستثمار في هذه الأسواق والتي تتمتع في الغالب بعدد كبير من السكان مثل الصين والهند واندونيسيا ونيجيريا وغيرها يولد عناصر تخفيض كلفة اضافية مثل توفر رؤوس الأموال بكلفة متدنية، تلافي المعيقات الجمركية وغير الجمركية والتي قد ترفع سعر المنتج كثيراً في تلك الأسواق مما يحد من نمو المبيعات، وذلك بالأضافة الى تلافي التعليمات المتعلقة بالعمال وبالبيئة في الدول الأم مما يؤدي الى تلافي ارتفاع كلفة العمليات عن طريق الأستثمار في الدول المذكورة.

واذا ما اجتمعت كل الأسباب المذكوره من حيث استغلال المواد الخام وفتح الأسواق الجديدة وتخفيض الكلفة، تنتشر الشركات متعددة الجنسيات لتشمل حالياً اكثر من مائة دولة، ويؤدي ذلك الى توليد فوائد اخرى مثل مرونة الأنتاج حيث قد تنتج الشركة مكونات المنتج النهائي في أكثر من عشر دول ويجري تجميعها وتسويقها في عدد محدد من الدول ذات الأسواق الكبيرة، بكلفة متدنية من الصعب محاكاتها. كما وان توزيع استثمارات الشركات الأم في اكثر من سوق يعتبر من اهم اهداف وعناصر اي قرار استثماري حيث لا بد ان يؤدي التنويع غير المباشر هذا الى زيادة العائد وتخفيض المخاطر النسبيه لأستثمارات تلك الشركات.

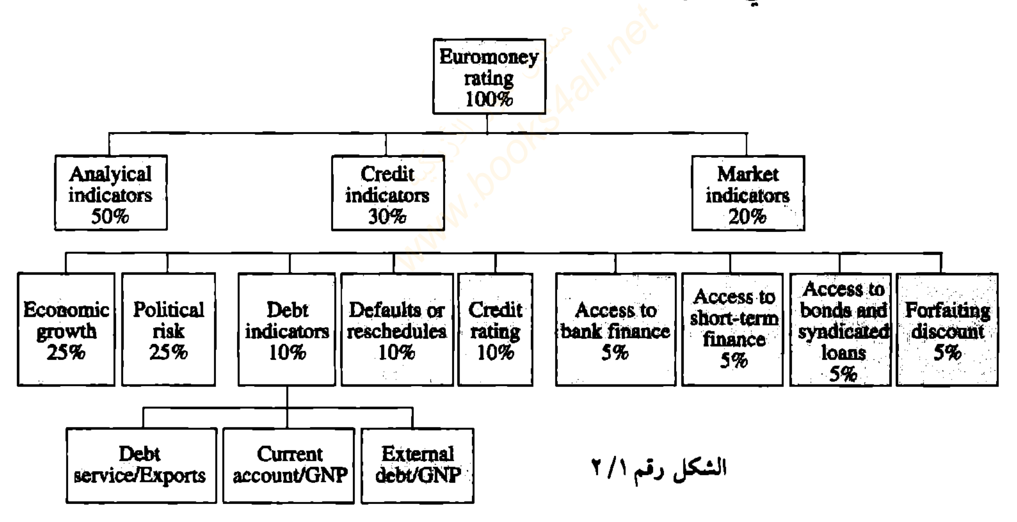
جـ- استقطاب الأستثمارات الدولية المباشرة:

يعتبر استقطاب الأستثمارات الدولية المباشرةاحد أهم أهداف السياسة الأقتصادية لمعظم دول العالم بالنظر لما تحققه هذه الأستثمارات من زيادة في الصادرات والناتج المحلي الأجمالي وايرادات الخزينه بالأضافة الى ما تخلقه من فرص عمل وتدريب العمالة لأستيعاب التكنولوجيا المتقدمة وما يترتب على ذلك من تأثيرات اجتماعية وتربوية ايجابية تساعد تلك الدول على

اللحاق بركب التقدم مع المحافظة على خصوصيتها الثقافية والدينية .

وفي ظل التنافس الشديد بين الدول على استقطاب الأستثمارات الخارجية المباشرة لا بد لها من الأحاطة بأسباب عولمة الشركات والعمل على تطوير اجهزتها الماليه وانظمتها القضائية والتعليمية وتشريعاتها الأقتصادية واوضاعها السياسية، بحيث تنجح في امتحان تصنيف مخاطر الدول Country Risk Rating والذي يعتبر من اول شروط قدوم هذه الأستثمارات .

حيث نرى في الجدول رقم (2/1) اركان عملية تصنيف مخاطر الدول التي تقوم بها مؤسسة يورو موني والتي تعتبر من المعايير الهامة لمتخذي قرار الأستثمار في الشركات متعددة الجنسيات .



الشكل رقم ١/٢

Country-Rating Scheme

Euromoney allocates 50 precent of the weight in its country risk evaluation index to analytical indicators, with this 50 percent being divided equqlly between economic and political factors. The remaining 50 percent of Euromoney's risk evaluation is based on the credit experience and position of a country, and on risk premia set in financial markets.

د- معارضة الشركات متعددة الجنسيات :

تمثل الأستثمارات الدولية المباشرة وبشكل خاص استثمارات الشركات متعددة الجنسيات احدى أهم مظاهر العولمة بجميع جوانبها. فانتاج وتسويق السلع والخدمات في جميع انحاء العالم يوحد أنماط الأستهلاك ويزيد من الحاجة الى المال لأشباع الرغبات الأستهلاكية المتزايدة لدى شعوب العالم مما يعمق من العقيدة الرأسمالية والسعي المستمر لجمع المال في المجتمعات كافة. وكان لا بد لهذا الأتجاه من الأصطدام باتجاهات دينية وثقافية وعقائدية معاكسة خلقت بدورها معارضة قوية لظاهرة العولمة في جميع انحاء العالم.

لقد جعل التكامل الأقتصادي الدولي من الحدود الدولية التي ميزت الدول خلال القرن العشرين أمراً ثانوي الأهمية في ظل الأنفتاح وأهمية تحرك راس المال والقوى العاملة، وما تنتجه الدول من بضائع وخدمات. كما ويؤدي الى التقليص من حرية وقدرة الحكومات على اتباع السياسات الأقتصادية الخاصة بها. فشروط الأنضمام الى منظمة التجارة العالمية تحكم السياسة التجارية، كما وتحدد أولوية استقطاب الأستثمار الخارجي حجم العجز في موازنة الدولة والسياسة المالية من جهة والأستقرار النقدي المتمثل بثبات سعر الصرف الخارجي والسيطرة على معدل التضخم وبناء احتياطي كافي من العملات الأجنبيه والتي تعتبر من أهم أهداف السياسة النقدية من جهة أخرى.

فإذا ما ارادت دولة رفع الضرائب لتغطية زيادة في الأنفاق الحكومي، سترى جزأ كبيراً من انتاجها الصناعي ينتقل الى دول قليلة الضرائب، أما

الدول التي تعجز عن الأستثمار في بنيتها التحتية المادية والفكرية مثل الطرق والجسور والسدود والتعليم والبحث العلمي، فسترى صفوة عقولها ومعظم فرص العمل لديها تنتقل الى الدول التي تعطي اولوية لمثل هذه الأستثمارات .

لقد أدت عولمة التجارة والأستثمار والتمويل الى خلق بيئة اقتصادية شديدة التنافس تعاقب سوء الأدارة الأقتصادية بعنف وتخصص رؤوس الأموال والوظائف الى الدول التي تعطي اعلى العوائد على رأس المال المستثمر بأقل حد ممكن من المخاطر . ومع ازدياد كفاءة الأسواق الدولية تزداد سرعتها في مكافأة الأدارة الجيدة ومعاقبة الأدارة السيئة .

وأزاء هذا الوضع وما يصاحبه من تغيير سريع في جميع مناحي حياة المواطنين في جميع انحاء العالم نرى الشعوب وقد اعتراها القلق نتيجة لفقدان حكوماتها السيطرة على مقاليد السياسات التجارية والمالية والنقدية والتي تنعكس مباشرة على اوضاعهم الحياتية اليومية، ويساورها في نفس الوقت شعور بالأرتياح في ظل عدم ثقتهم بقدرات حكوماتهم على معالجة العديد من مشاكلهم الأقتصادية والأجتماعية .

فمع انهيار الأتحاد السوفيتي نتيجة لسؤ الإدارة الأقتصادية المترتب على العقيدة الأشتراكية استفاد عدد كبير من دول العالم الثالث من استثمارات دولية مباشرة تجاوزت 110 مليار دولار في عام 1993، نتيجة لأتباعها لسياسات الأنفتاح الأقتصادي ولسياسة مالية ونقدية منضبطة حيث كانت نفس هذه الدول تعاني خلال حقبة الثمانينات من هروب رؤوس الأموال، ومديونية خارجية هائلة، ومعدلات تضخم مرتفعة جداً وعبء ضريبي

مرتفع وتدخل الأدارة الحكومية في جميع الأنشطة الأقتصادية . وقد ادى التغيير الجذري في السياسات المتبعة الى تحرير اقتصاديات هذه الدول تبعه تحقيق وتائر نمو مرتفعة سرعان ما جذبت رؤوس الأموال الأجنبيه .

وقد ادى نجاح دول العالم الثالث في استقطاب الأستثمارات الدولية المباشرة الى نمو واتساع معارضة العولمة في الدول الكبرى موطن معظم الشركات متعددة الجنسيات حيث لوحظ تزايد المطالبة بالحماية على الرغم من اتفاقيات منظمة التجارة العالمية ، فدخول ملايين العمال من الدول منخفضة الأجور مثل الصين والمكسيك وروسيا والهند الى السوق العالمية الحرة سبب فقدان عدد كبير من الوظائف في الدول الصناعية الكبرى وزاد من هذه المعارضة للعولمة .

الا أن قطار العولمة بدأ بالتسارع ، ولا يمكن لاي دولة ان تستفيد من عدم اللحاق بركبه ، ومحاولة السيطرة على نتائجه السلبية عن طريق الأنضمام الى مجموعات اقليمية مثل النافتا في شمال امريكا والمجموعة الأوروبيه في اوروبا ومنظمة جنوب شرق آسيا الأقتصادية والمنطقة العربية الحرة في الشرق الأوسط ، حيث تستطيع هذه الكتل الأقتصادية أن تسارع من تكاملها الأقتصادي داخليا مما يحصن تكاملها مع بقية الكتل الكبرى .

٦ - الأستثمارات الدوليه غير المباشرة :

تتكون الأستثمارات الدوليه غير المباشرة من استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الأستثمار المشترك الدوليه وصناديق التقاعد في الأوراق المالية التي تصدرها الدول والشركات في الدول الكبرى ودول الأسواق الناشئة والتي تحظى بتصنيف ائتماني مقبول لمدراء الأستثمار في هذه المؤسسات .

وتشمل الأوراق المالية هذه أدوات الدين قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل موضوع الفصل الرابع والخامس من هذا المؤلف بالأضافة الى ادوات الملكية المتمثلة في اسهم الشركات المتداولة في أسواق مالية منظمة .

ومن أهم شروط استقطاب الأستثمارات الدولية غير المباشرة وجود سوق اوراق مالية منظمة تعتمد التكنولوجيا المتقدمة في الأفصاح وبث المعلومات بسرعة ودقة وشفافية عالية ، تردع أنظمتها وتعاقب المخالفين لتعليمات تداول الأسهم فيها . وذلك بالأضافة الى توفر السيولة المؤسسية في تلك الأسواق بشكل يتيح للمستثمر الدولي حرية الدخول اليها والخروج منها بسهولة ودون تحقيق خسائر كبيرة .

ومن ثم تأتي أهمية التصنيف الأئتماني الدولي للدولة المستقبله لهذه الأستثمارات وشركاتها حيث يعتمد هذا التصنيف على عوامل مادية مثل المديونية الخارجية والأحتياطات الرسمية من العملات الأجنبيه ومتانة وكفاءة الجهاز المصرفي و عوامل أخرى مثل صحة السياسات الأقتصادية المتبعة وكفاءة الأدارة الأقتصادية . فالمطلوب كما ذكرنا هو تحقيق اعلى العوائد على راس المال المستثمر بأقل حد ممكن من المخاطر .

ومع ان الأستثمارات الدولية غير المباشرة تنحصر في تبادل الأوراق المالية دون توليد انتاج جديد ، ألا أن تأثيرها غير المباشر من حيث زيادة عمق وسيولة سوق الأوراق المالية يخفض من كلفة الأستثمارات المباشرة ويشجع قيامها ، كما ويتيح اصدار أدوات دين أطول أجلا وأقل كلفة من القروض المصرفية مما يزيد من ربحية الشركات ويزيد من معدلات النمو الأقتصادي بشكل عام .

الا ان تجربة الدول الناشئة في تشجيع استقطاب الأستثمارات الدوليه غير المباشرة لم تكن دون مطبات قوية . فأثناء الأزمات ينتاب الهلع وما يتبعه من

سـعي الى تخـفـيض المخـاطر مـعظـم مـدراء المحـافظ والصناديق مما يؤدي الى خروجهم المفاجىء من كثير من الأسواق الناشئه كما حدث في أزمة عام 1997 والتي شـهدت هروباً واسع النطاق من جميع أسواق جنوب شرق آسياو ترتب عليه انهيارات حادة في اقتصاداتهـا، سرعان ما بدأ ينتقل الى بقيـة الأسـواق الناشئة مثل روسيا ودول اوروبا الجديدة، لولا تدخل الدول الصناعية الكبرى في كبح جماح البيع المحموم واعادة الأستقرار تدريجياً الى تلك الأسواق. فمنها من تعافى خلال سنتين من الأزمة مثل كوريا وماليزيا ومنها من استمرت معاناته لسنوات عديده، مثل اندونيسيا وتايلاند والفلبين.

وقد تكون زيادة كفاءة الأسواق ومسارعتها الى مكافأة الأدارة الأقتصادية الجيدة ومعاقبة الأدارة السيئة سببا في سرعة انتقال العدوى بين مختلف دول العالم، كما وقد تعاقب ادارة اقتصادية جيده في سوق ناشئه لمجرد توفر فرص استثمار أفضل بمخاطر اقل في الأسواق المتقدمة.

ومن هنا نستطيع القول ان استراتيجية استقطاب الأستثمارات الدولية غير المباشرة لما لها من فوائد اقتصادية هامة يجب ان تتضمن استراتيجية التعامل مع الأزمات التي قد تحدث اذ انه في المحصلة تبقى هذه الأستثمارات اموالاً ساخنة عديمة الصبر وسريعة الحركة، تتأثر كثيراً بمحركي الطمع والخوف اللذين يحركان الأستثمارات حيثما وجدت.

المراجـع

الفصـل الثاني:

References

Kapstein, Etan B. **Governing the Global Economy**. The Academic Press: San Diego, 1995.

الفصل الثالث

التمويل الدولي قصير الأجل-السوق النقدي

SHORT TERM INTERNATIONAL FINANCE

مقدمة : مفهوم السوق النقدي	MONEY NARKET
- المشاركون في السوق النقدي	- PARTICIPANTS
- اسعار الفائدة في السوق النقدي	- INTEREST RATES
- أدوات السوق النقدي :	- INSTRUMENTS:
1- اذونات الخزينة	1-TREASURY BILLS
2- شهادات الإيداع	2- CERTIFICATES OF DEPOSIT
3- الأوراق التجارية	3- COMMERCIAL PAPER
4- القبولات المصرفية	4- BANKERS ACCEPTANCES
5- التمويل بالهامش	5- MARGIN FINANCING
6- اتفاقيات اعادة الشراء	6- REPURCHASE AGREEMENTS
7- البيع القصير	7- SHORT SALE

الفصل الثالث:

التمويل الدولي قصير الأجل (السوق النقدي)

Short Term International Finance - The Money Market

مقدمة :

مفهوم السوق النقدي (Money Market)

تجد المؤسسات المالية ومشاريع الاعمال في اغلب الاحيان ان تدفقاتها النقدية الداخلة قد لا تتساوى مع تدفقاتها النقدية الخارجة، اي ان مقبوضاتها النقدية قد تكون اما اقل او اكثر من مدفوعاتها، فهي لذلك تجد سببا قويا للاحتفاظ بأرصدة نقدية لمواجهة الفجوة التي قد تحصل نتيجة لذلك، الامر الذي يترتب عليه تكلفة تكون اما على شكل الفائدة المدفوعة على اقتراضهم لهذه الأرصدة النقدية او على شكل الفائدة الضائعة نتيجة عدم اقراضهم لها، وهذه التكلفة ترتفع عادة مع ارتفاع اسعار الفوائد.

وللسيطرة على هذه التكلفة تبحث الشركات او المؤسسات المالية عادة عن الوسائل التي تقلل قدر الامكان مما تحتفظ به من الارصدة النقدية وهو ما يتم عن طريق الاحتفاظ باصول استثمارية مربحة، قليلة المخاطر تتمتع بدرجة عالية من السيولة في سوق الاستثمار، ويسمى السوق الذي يتعامل بهذه الاصول بالسوق النقدي، فالسوق النقدي اذن هو السوق الذي يتم فيه تداول ادوات الاستثمار قصيرة الاجل مثل اذونات الخزينة، الاوراق التجارية، شهادات الايداع، القبولات البنكية وغيرها.

واذا ما تناولنا ميزات هذا السوق فاننا نلاحظ ما يلي:

١- يعتبر السوق سوق جملة من حيث كون المتعاملين فيه ذوي حجم كبير يعملون

عادة لحساب مؤسسات كبيرة ويتمتعون بخبرات ومهارات عالية، ويتم التداول في السوق من خلال المتعاملين والسماسرة ويكون بعض المتعاملين صانعي السوق (Market Makers) حيث انهم يستطيعون اتخاذ مراكز لهم نتيجة تعاملهم.

٢- اما بالنسبة لاجل ادوات السوق النقدي فهو عادة لا يتجاوز العام الواحد ويتراوح هذا الاجل ما بين اليوم وحتى العام.

٣- اما بالنسبة لنوعية الادوات التي تتداول في السوق فهي تعتبر ذات نوعية جيدة من حيث انخفاض درجة المخاطرة حين الاستثمار بها، والمقصود بالمخاطرة هنا قصَر اجال تلك الأدوات وملاءة المقترضين وليست المخاطرة الجغرافية.

المشاركون في السوق النقدي

من اهم المشاركين في السوق النقدي ما يلي:

١-البنوك التجارية:

ان فهمنا لدور البنوك التجارية في السوق النقدي يظهر بشكل واضح من خلال النظر الى موجودات ومطلوبات هذه البنوك، فالجزء الرئيسي من مطلوبات هذه البنوك هو الودائع الجارية وتحت الطلب والتي هي في حد ذاتها الموارد التي تمثل اداة هذه السوق الرئيسية، كما ان جزءا من جانب موجوداتها يشتمل ايضا على قروض وادوات استثمارية قصيرة الاجل قابلة للتسويق بحيث تضمن درجة عالية من السيولة للبنك.

والبنوك التجارية تعمل في السوق النقدي للمحافظة على درجة عالية من السيولة والمقدرة على الوفاء بالتزاماتها، بالإضافة إلى الحصول على عائد مناسب في الوقت نفسه.

٢- البنوك المركزية :

من المعروف ان احدى مهام البنك المركزي هي القيام باصدار النقد اللازم للسوق النقدي والعمل بشكل مباشر وغير مباشر في هذا السوق من خلال القيام بمهام السياسة النقدية للبلد والتي تتمثل في تحكم السلطة النقدية في كمية النقود في المجتمع وبالتالي تأثيرها على حجم الائتمان وسعر الفائدة .

وللقيام بمهام هذه السياسة فان البنك المركزي يقوم بما يلي :

أ - شراء وبيع بعض الأوراق الماليه في اطار ما يعرف بسياسة السوق المفتوحة (Open Market Operations) . أو اصدار شهادات ايداع في حال عدم توفر الكم المطلوب من السندات الحكومية واذونات الخزينة .

ب- شراء وبيع العملات الاجنبية مقابل العملة الوطنية .

جـ- تغيير سعر الفائدة الذي تستطيع البنوك بموجبه الحصول على الاموال من البنك المركزي وهو ما يسمى بسعر الخصم (Discount Rate) .

د - تغيير مبالغ الاحتياطيات التي يجب على البنوك الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي مقابل الودائع وهو ما يسمى بمتطلبات الاحتياطي (Reserve Re-quirements) .

هـ- اصدار التعليمات والانظمة الخاصة (باسعار الفائدة) ونوع الموجودات والمطلوبات التي يسمح للبنوك التجارية الاحتفاظ بها .

ويتضح مما ذكر اعلاه ان البنك المركزي لا يعمل فقط بطريقة مباشرة في السوق النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة، بل ايضا من خلال مراقبته واشرافه على عمل البنوك التجارية التي تعتبر اهم المشاركين الرئيسيين في السوق النقدي .

٣- الشركات المالية والمؤسسات الكبيرة :

تشارك بعض الشركات المالية والمؤسسات الكبيرة كصناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الادخار وغيرها من المؤسسات في السوق النقدي فهي تحاول الاحتفاظ بدرجة السيولة الملائمة التي تؤمن لها الوفاء بالتزاماتها مع الحصول على مردود مناسب لاستثماراتها، فهي بذلك تعمل على تحقيق اهداف مشابهة لاهداف البنوك التجارية في هذا المجال، لذلك تجد هذه المؤسسات نفسها مضطرة للعمل في السوق النقدي من خلال ادوات هذا السوق.

٤- الافراد :

يتعامل الافراد مع السوق النقدي بشكل كبير من خلال الحسابات الجارية وتحت الطلب والودائع الاجلة التي يحتفظون بها في تلك السوق، ومن خلال ادوات الاستثمار قصيرة الاجل المتداولة فيها، وان اهم الاسباب التي تدفع هؤلاء الافراد للتعامل في السوق النقدي ما يلي :

أ - اسباب تنفيذية لاجراء اية مدفوعات والتزامات تظهر، دون تحمل اية تكاليف اضافية.

ب- اسباب اضطرارية لمواجهة اية طوارىء واحداث غير مرئية.

جـ- اسباب استثمارية لتحقيق عائد مناسب ومتابعة تغير اسعار الفوائد.

اسعار الفائدة في السوق النقدي

يُعبر عن الاسعار في السوق النقدي عادة - وليس كما هو الحال في سوق العملات الاجنبية - على شكل نسبة مئوية تسمى سعر الفائدة والذي يمثل العائد

على استعمال اموال معينة لفترة محددة من الزمن، وعملاء هذا السوق كما هو معروف هو ما اصطلح على تسميتهم بالمقرضين والمقترضين، وهو الاصطلاح المرادف لما يسمى في سوق العملات الاجنبية بالمشترين والبائعين، والمقترض هو الذي يشتري الحقوق لاستعمال المبلغ المقترض خلال مدة الاقتراض بينما المقرض هو الذي يبيع هذا الحق، وسعر الفائدة هو السعر المتفق عليه لاتمام هذه العملية.

وفي اطار حديثنا عن اسعار الفائدة لا بد من الاشارة الى بعض النقاط الهامة:

أ - يعطى سعر الفائدة عادة على اساس سنوي مع امكانية اعطائه ايضا على اسس اخرى قد تكون شهرية او ربع سنوية او غيرها، فسعر فائدة 1% شهريا يعادل فائدة 12% سنويا، وقد يعطى سعر الفائدة على اساس مقطوع (Flat Interest Rate) وذلك بدون اي اعتبار للمدة المشمولة فسعر فائدة 2%على مبلغ (100) دينار يساوي دينارين ويمكن تحويل هذا السعر على اساس سنوي بمعرفة المدة التي غطاها سعر الفائدة، فاذا غطى مثلا مدة الشهرين فيكون سعر الفائدة السنوي هو 12%، كما يمكن ايضا تحويل سعر الفائدة السنوي الى سعر فائدة مقطوع، فسعر فائدة مقطوع 10%على اساس سنوي غطى مدة سنتين يعادل سعر فائدة سنوي 18,16% إذا كان تسديد القرض شهرياً، حيث تدفع الفائدة فعليا على متوسط قيمة القرض وليس على كامل قيمته.

ب- قد يدفع سعر الفائدة في بداية الفترة او خلالها او في نهايتها، فاذا دفعت الفائدة في بداية فترة التعامل فانها تكون في هذه الحالة مخصومة (Discounted Interest Rate)، ففائدة 10% سنويا على قرض يبلغ (100) دينار تكون مخصومة اذا استلم المقترض 90 دينارا في بداية مدة التعامل مع تعهده بدفع مبلغ الـ (100) دينار في نهاية الفترة. وفي هذه الحالة يكون سعر الفائدة الفعلي 11,11% يتأتى ذلك بقسمة الفائدة المدفوعة 10 على صافي القرض المقبوض 90 دينار: 10= %11,11 .

اما اذا استلم المقترض مبلغ القرض كاملا في بداية فترة التعامل (100) دينار ودفع في نهايتها المبلغ والفائدة المستحقة (110) دنانير فتسمى هذه الدفعة دفعة بالون (Balloon Payment). وبالاضافة الى دفع الفائدة في بداية الفترة او في نهايتها فانه يمكن ان يتم الاتفاق على دفعها والمبالغ المستحقة عليها في فترات مختلفة خلال فترة القرض.

جـ- وبسبب تعدد واختلاف الاوقات التي قد يدفع بها المبلغ الاصلي والفائدة المستحقة عليه فلا بد من التمييز بين سعر الفائدة المعلن (Quoted Interest Rate) وسعر الفائدة الفعلي (Effective Interest Rate) حيث يختلف السعر الفعلي عن السعر المعلن باختلاف اوقات الدفع، وذلك لامور تتعلق بامكانية استثمار الفائدة نفسها، فكلما كان دفع الفائدة اسرع كلما كان سعر الفائدة الفعلي اعلى من سعر الفائدة المعلن، وذلك لامكانية الحصول على مردود اضافي نتيجة استثمار هذه الفائدة، ففائدة مقدارها 10% على مبلغ مئة دينار تدفع في نهاية المدة تكون 10 دنانير بينما نفس الفائدة على نفس المبلغ اذا دفعت على اساس ربع سنوي فانها تساوي 10,38% محسوبة كما في الجدول التالي:

مبلغ الفائدة المحصلة	اعادة استثمار الفائدة بنسبة 10 ٪
بعد (3) اشهر 2,5 دينار	لمدة (9) اشهر 0,19 دينار
بعد (6) اشهر 2,5 دينار	لمدة (6) اشهر 0,13 دينار
بعد (9) اشهر 2,5 دينار	لمدة (3) اشهر 0,06 دينار
بعد (12) شهرا 2,5 دينار	
10 دنانير	**0,38 دينار**

* سعر الفائدة المعلن = 10٪
* سعر الفائدة الفعلي = 10,38٪

د - والفائدة البسيطة تحتسب على اساس (المبلغ × سعر الفائدة × المدة) وبالتالي فانه من البديهي ان يختلف مبلغها باختلاف اساس المدة المتبعة بحيث يرتفع مبلغها اذا ما تم احتسابها على اساس 360 يوما وينخفض اذا ما تم احتسابها على اساس 365 يوما، وذلك بافتراض ثبات العوامل الاخرى الداخلة في مكونات قانونها .

تسمية سعر الفائدة في السوق النقدي

يتم التعامل في السوق النقدي في الاتجاهين، حيث يكون هناك سعران للتعامل في هذا السوق، فيسمى سعر الفائدة لمدة شهر مثلا على عملة معينة بـ (7-25 ,7%) وهذه التسمية تعني ما يلي :

- ان هذا السعر معطى على اساس سنوي ولكي يتم احتسابه على اساس شهري فلا بد من ضرب المبلغ في 1/12 لمدة شهر و 2/12 لمدة شهرين وهكذا .
- ان السعر الاول 7% هو سعر اقتراض الجهة معلنة هذا السعر وان السعر الثاني 7,25% هو سعر إقراض الجهة معلنة هذا السعر .
- ان الهامش 0,25 هو الفرق بين السعرين (Spread)، وهو ربح البنك معلن السعر وذلك بافتراض ان عمليتي الاقراض والاقتراض قد تمتا في نفس الوقت .
- ان الاسعار وفروق الاسعار دائما تكون في صالح الجهة معلنة هذه الاسعار وليست في صالح الجهة طالبتها .

ادوات السوق النقدي Money Market Instruments

١ - اذونات الخزينة Treasury Bills

يتولى البنك المركزي اصدار أذونات الخزينة لحساب خزينة الدولة (وزارة المالية)، في معظم دول العالم . حيث تعتبر أذونات الخزينة عديمة المخاطرة

وبالتالي اكثر أدوات السوق النقدي سيولة وتداولاً لتشكل بحد ذاتها المعيار Benchmark الذي تقاس عليه عوائد بقية ادوات السوق النقدية فهي تمثل اسهل وسائل الأقتراض بالنسبة للحكومة، التي تحصل على الأموال اللازمة لأنفاقها من خلال بيع هذه الأذونات الى الجمهور بواسطة البنوك المرخصة وشركات الوساطة المعتمدة.

فالمستثمر يشتري اذونات الخزينة بخصم عن قيمتها الأسمية التي تدفع له عند الأستحقاق. ويشكل الفرق بين ما دفعه المستثمر لشراء الأذونات وما قبضه عند استحقاقها العائد على الأستثمار بأذونات الخزينة.

وفي السوق الأمريكية التي تعتبر اكبر اسواق العالم في ظل دور الدولار كعملة احتياط عالمية رئيسية تصدر اذونات الخزينة لآجل 91 أو 182 يوماً اسبوعياً. في حين تصدر الأذونات لأجل 52 اسبوع (سنة) على أساس شهري. ويتم تحديد العائد على الأذونات المصدرة من خلال المزاد حيث يتقدم المستثمرون بعروضهم على اساس تنافسي او على أساس غير تنافسي.

فعلى أساس العرض التنافسي يتقدم المستثمر بطلب كم محدد من الأذونات بسعر محدد. ويعتبر الطلب مقبولاً اذا كان السعر المعروض يساوي او يزيد عن بقية الطلبات المقدمة. اما الطلب على الأساس غير التنافسي فيتم تحديد كمية الأذونات على اساس قيمتها الأسمية عند الأستحقاق ويتعهد مقدم الطلب بقبول أسعار الطلبات التنافسيه.

وعند استلامها لطلبات الأكتتاب تصنف الخزينة العروض على أساس أعلى الأسعار وبشكل تنازلي الى ان تتم تغطية كامل قيمة الأصدار، على الأساسين المذكورين وتواجه الطلبات التنافسيه خطرين، اذ قد تدفع مبلغاً اكبر من اللازم

ثمنا للأذونات في حال رفع السعر أو قد تخرج من المنافسه اذا كا كانت أسعارها أقل من المطلوب في حال تخفيض السعر . في حين تقبل الخزينه جميع الطلبات المقدمة على اساس غير تنافسي بحد اقصى مقداره مليون دولار للطلب .

ويستطيع الأفراد المدخرون شراء اذونات الخزينة من البنوك المرخصة أو وسطاء التعامل بالأوراق المالية الحكومية المعتمدين عند اصدارها او في السوق الثانوي حيث تتميز الأذونات بالأضافة الى سيولتها الآنية، بكلفة تداول متدنية جداً وبأمكانية شرائها بمضاعفات تقل كثيراً عن بقية أدوات السوق النقديه حيث يبلغ الحد الادنى للأكتتاب فيها 10,000 دولار مقابل مليون دولار لشهادات الأيداع . كما وتتميز بكون فوائدها معفاة من جميع أنواع الضرائب .

احتساب العائد على اذونات الخزينة :

يتم الأعلان عن عوائد أذونات الخزينة على شاشات التداول او في الصحافة المالية المتخصصة على اساس عائد الخصم المصرفي Bank Discount Yield وليس سعر الفائدة السنوي الفعلي كما هو الحال في شهادات الأيداع .

فاذا نظرنا على سبيل المثال الى اذونات خزينة قيمتها الأسمية 10,000دولار بيعت بمبلغ 9600 دولار وتستحق بعد 182يوم، نجد ان عائد الخصم المصرفي عليها يساوي الخصم الفعلي عن القيمة الأسميه 9600-10,000=400 دولار لمدة 182 يوم يحول الى خصم سنوي على أساس 360 يوم كما يلي :

$$\frac{400x360}{182} = 791,21$$

$$\frac{791,12}{10.000} =7,912\%$$

حيث تبث شاشات السوق النقديه ذلك العائد .

الا ان العائد المحسوب على أساس عائد الخصم المصرفي لا يعتبر دقيقاً لان العائد المتحقق سنويا يقسم على القيمة الأسميه وليس القيمة الشرائيه للأذونات من جهة ولتجاهله العائد السنوي الفعلي (اي كلفة اعادة استثمار الفوائد) واعتباره مدة السنه –360 بدلاً من 365 يوما من جهة اخرى.

٢- شهادات الايداع

بدأ اصدار شهادات الايداع القابله للتداول لأول مرة في نيويورك عام 1961 ثم امتد التعامل بهذه الشهادات الى سوق الدولار الاوروبي (الحر) في لندن (Eurodol-lar) ونتيجة للنجاح الذي حققته مثل هذه الاصدارات في نيويورك فقد تم اول اصدار لها عام 1966 في لندن. ومنذ ذلك التاريخ فقد اخذ سوق هذه الشهادات بالتطور السريع حجما ومفهوما، يوجد الان اكثر من (140) بنكا في لندن تقوم باصدار شهادات ايداع بالدولار كما ان هناك العديد من المؤسسات التي تتعامل في السوق الثانوي لهذه الشهادات، وفي عام 1968 اصدرت لاول مرة شهادات ايداع بالاسترليني وصدرت بعدها شهادات ايداع في اسواق مالية اخرى وبعملات مختلفة حتى وصل عدد البنوك التي تتعامل بهذه الاداة الاستمارية الى (2500) بنكا دوليا.

وتعتبر شهادات الايداع من الادوات الممتازة في السوق النقدي خاصة للاموال ذات الحساسية بالنسبة لاسعار الفائدة وتتميز عن الودائع الاجلة بانها قابلة للتداول والتحويل قبل استحقاقها وذلك عن طريق بيعها الى مستثمر اخر في السوق الثانوي.

ان شهادات الايداع هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بانه قد تم ايداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة تبدأ من تاريخ اصدار

الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها وتحمل شهادة الايداع سعر فائدة محددا كما وتبين شروطها المذكورة على خلف هذه الشهادة طريقة احتساب ودفع الفائدة عند الاستحقاق وشروط تداول الشهادة وفقا لمعادلة حسابيه محددة، لذلك فاننا نجد انه يترتب على البنك المصدر لها التزام مالي مباشر بالنسبة للقيمة الاسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها.

وغالبا ما تكون القيمة الاسمية لشهادات الايداع في الاسواق الدولية بحوالي المليون دولار ولكن يمكن الاستثمار باقل من ذلك، وتبعا لذلك ينخفض الريع على الشهادة لذا يفضل دائما الاستثمار بمبالغ اكبر. وهي تصدر بكامل قيمتها الاسمية والفائدة تدفع عند الاستحقاق وتحتسب الفائدة على اساس السنة 360 يوما.

ميزات شهادات الايداع:

ان اهم ما تتميز به شهادات الايداع هو ما يلي:

أ - السيولة

ان شهادات الايداع لحامله قابلة للتداول بحرية ويمكن بيعها قبل الاستحقاق في السوق الثانوي حسب سعر الفائدة الرائج عند البيع والذي تحدده اوضاع السوق النقدي. ودرجة السيولة هذه مرتبطة باسم البنك المصدر لشهادات الايداع لما له من اهمية في تداولها فالتداول بالشهادات الصادرة عن البنوك الامريكية هو الانشط في السوق. كما ان درجة السيولة ايضا مرتبطة بمدة حياة الشهادة، فالاستثمار بشهادات الايداع يتركز في الاجال القصيرة والمتوسطة اكثر من الطويلة وذلك لسهولة التعامل بها.

ب- الضمان

ان شهادات الايداع هي عبارة عن التزام مالي مباشر على البنك المصدر لها بالنسبة لكل من القيمة الاسمية والفائدة المستحقة عليها وعليه فانه يتوجب على المستثمر ان يتأكد من شراء الشهادات من البنوك المقبولة عالميا من قبل المستثمرين الاخرين.

جـ- المرونة

يمكن اصدار شهادات الايداع بحيث تستحق في التاريخ الذي يناسب كلا من المصدر والمقرض ويرتبط سعر الفائدة على هذه الشهادات باسعار الفائدة الرائجة في السوق النقدي في حينه على الودائع لاجال مماثلة. ويمكن للمستثمر بيع هذه الشهادات قبل الاستحقاق او الاحتفاظ بها حتى الاستحقاق.

د - تعدد الاجال

يمكن اصدار شهادات الايداع لاجال مختلفة وتعتبر الشهادات المصدرة لاجل سنة او أقل شهادات قصيرة الاجل في حين تعتبر الشهادات الصادرة لاكثر من سنة واقل من خمس سنوات متوسطة الاجل.

هـ - التسليم

يتم دفع ثمن شهادة الايداع للبنك المصدر في الموعد الذي يتم الاتفاق عليه كبداية لمدة الوديعة، واما ان يتم تسليم الشهادة للمشتري عند الدفع او يتم الاحتفاظ بها برسم الحفظ الامين لدى البنك المصدر لحساب المشتري (وغالبا ما يكون ذلك بدون عمولة)، ويتم تسليمها له عند الطلب ويقوم البنك المصدر باعادة دفع القيمة بتاريخ الاستحقاق لمالك شهادة الايداع او لاي طرف آخر يعينه بمجرد تسلمه الشهادة، وبالطبع فاذا قدمت الشهادة الى اي فرع من فروع

البنك المصدر فان هذا الفرع يدفع قيمتها فورا ويرسلها بدوره الى مركزه الرئيسي لتحصيل القيمة .

و - السرية

ان شهادات الايداع التي تصدر لحاملها تمتاز بسريتها الكاملة اذ ان المشتري يعرف البائع الاخير فقط ولا يعرف المالكين السابقين او اسعار الشراء او تواريخ البيع .

ز - تنوع الأصدارات

يمكن اصدار شهادات الايداع اما حسب طلب العميل (Tap Issue) أو بشكل اصدارات دورية (الاصدارات المعلنة) (Tranche Issue) .

اهمية شهادات الايداع :

ان الميزة الحقيقية لشهادات الايداع تكمن في قابليتها للتداول وعدم ضرورة الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق ، حيث يمكن بيع شهادة الايداع باشعار قصير المدى لمواجهة اية متطلبات نقدية غير متوقعة ، ففي ظروف معينة وعندما يكون المستثمر بحاجة الى نقد قبل تاريخ استحقاق الشهادة او انه وجد فرصة افضل للاستثمار تعطي ربحا اكبر ، فيمكنه عندئذ بيع شهادة الايداع هذه في السوق الثانويةوقبل تاريخ الاستحقاق ، وكذلك الحال عند الاستثمار في شهادة الايداع بمردود عال وتدني اسعار الفائدة في السوق ، فان المستثمر يمكنه عندئذ الاستفادة من ارتفاع سعر فائدة شهادة الايداع .

من هنا نجد ان شهادة الايداع تتميز عن الودائع الاجلة في ان الاخيرة ليست قابلة من حيث المبدأ للسحب قبل تاريخ الاستحقاق المتفق عليه ، واذا ما سُمح بسحب الوديعة الاجلة قبل الاستحقاق لظروف استثنائية فانه غالبا لا تحتسب فائدة على

المبلغ المسحوب من تاريخ الايداع وحتى تاريخ السحب، بخلاف شهادة الايداع التي يمكن بيعها بقيمتها الاسمية اضافة الى الفائدة المتحققة لغاية تاريخ بيعها.

فالفائدة الاساسية للتعامل بشهادات الايداع هي استثمار الاموال الفائضة باوقات معينة ثم بيعها عند الحاجة للاموال دون التعرض الى فك الودائع الثابته التي قد تثير ازعاجا للبنوك المودع لديها.

لذلك نجد ان شهادات الايدداع التي اعتبرت من النشاطات المصرفية الحديثة والمتقدمة مصرفيا قد طورت مفهوم الوديعة المصرفية وتميزت في الوقت ذاته بدرجة عالية من المرونة التي تفتقر لها تلك الوديعة، وان عدم استقرار اسعار الفوائد على الودائع لاجل والحسابات تحت الطلب على العملات الاجنبية يشجع الاستثمار بشهادات الايداع مما يجنب الكثير من الخسائر، وتظهر اهمية الاستثمار في هذه الشهادات عندما تكون الاوضاع في السوقين النقدي والمالي غير مستقرة واسعار الفائدة في تغير مستمر مما يستدعي في بعض الاحيان الانتقال من فرصة استثمار الى فرصة افضل عن طريق بيع شهادات الايداع وشراء غيرها او استخدام اداة أخرى للاستثمار.

انواع شهادات الايداع واجالها

تصدر شهادات الايداع بطريقتين الاولى هي طريقة الاصدار المعلن (Tranche Tssue) حيث يعلن البنك او الشركة المصدرة لها عن اصدارها ويدعو الجمهور للاكتتاب بها خلال فترة تسبق موعد الاصدار وفي هذه الحالة تصدر شهادات الايداع لامر المكتتب بها ويتم تداولها بالتظهير وتحتفظ الجهة المصدرة بسجل يتضمن تفاصيل الشهادات الصدرة واسماء المكتتبين بها.

اما الطريقة الثانية فهي اصدار الشهادة بناء على طلب العميل (Tap Issue) حيث

تصدر الشهادة بالمبلغ والمدة وسعر الفائدة التي تتفق عليها الجهة المصدرة مع عميلها، وقد تصدر هذه الشهادة لحاملها حيث يتم تداولها بمجرد التسليم او لامر مشتريها حيث يتم تداولها بالتظهير وذلك حسب القوانين السارية على الاوراق التجارية.

وغالبا ما تصدر شهادات الايداع لاجال شهر وثلاثة اشهر وستة اشهر وتسعة اشهر وسنة، وقد تصدر شهادات الايداع التي تحمل سعر فائدة عائم Floating Rate) (CDs لاجال قد تصل الى اربع سنوات، الا ان الفائدة تحدد وتدفع كل ثلاثة او ستة اشهر على اساس معدلات اسعار الفائدة السائدة في الاسواق العالمية.

طريقة احتساب صافي الحصيلة على شهادات ايداع ذات سعر فائدة ثابت على المدى القصير:

يمكن للمستثمر في شهادات الايداع وكما بينا سابقا تداولها في السوق الثانوية بحيث تتاح له الفرصة للاستفادة من فروقات اسعار الفائدة السائدة في السوق ولبيان ذلك نأخذ المثال التالي:

لنفترض ان اسعار الفائدة خلال مدة من الزمن كما يلي:

	شهر	شهران	ثلاثة اشهر	اربعة اشهر
سعر الفائدة (الطلب)	%3	%3,25	%4	%5
سعر الفائدة (العرض)	%3,5	%3,75	%4,5	%5,5

فاذا كان لدى المستثمر اموال سائلة يرغب في استثمارها لمدة شهر واحد فانه سيحصل على فائدة مقدارها 3% بالسنة. وبامكانه شراء شهادة ايداع مدة استحقاقها ثلاثة اشهر وبفائدة 4% بالسنة ويحتفظ بهذه الشهادة لمدة شهر واحد ثم يعرضها للبيع قبل شهرين من تاريخ استحقاقها والسعر المعروض لشهرين في مثالنا هو %3,75

بالسنة، وباستخدام المعادلة التالية يمكن احتساب صافي حصيلة الاستثمار بشهادات الايداع:

$$\text{صافي الحصيلة} = \text{المبلغ الاصلي} \times \frac{(100\times365)+(\text{ف}\times\text{م})}{(100\times365)+(\text{ع}\times\text{ي})}$$

ف= سعر الفائدة المذكورة في شهادة الايداع.

م= مدة شهادة الايداع (عدد الايام من تاريخ الاصدار حتى تاريخ الاستحقاق)

ع= سعر الفائدة المعروض على المدة الباقية من حياة شهادة الايداع

ي= عدد الايام الباقية حتى تاريخ الاستحقاق

أي أن صافي الحصيلة =

$$\text{المبلغ الاصلي} \times \frac{(100\times365) + (\text{سعر الفائدة الاصلي} \times \text{مدة شهادة الايداع بالكامل})}{(100\times365) + (\text{سعر الفائدة المعروض} \times \text{عدد الايام الباقية})}$$

وعليه فيكون صافي حصيلة مبلغ مليون دينار لمدة ثلاثة اشهر كل منها (30) يوم هو 1,003,675/97 محسوبة كما يلي:

$$1,000,000 \times \frac{(90 \times 4) + (365\times100)}{(60 \times 3,75) + (365\times100)} = 1,003,675/97 \text{ دينار}$$

---

(1) القانون مشتق من قانون المردود (Yield) والذي يساوي:

$$\text{المردود} = \frac{\text{القيمة عند الاستحقاق} - \text{تكلفة الشراء}}{\text{تكلفة الشراء}} / \frac{365}{\text{عدد الايام المتبقية}} \times 100$$

وفي مثالنا:

$$\frac{1,003,675/9-1009,863/-}{1,003,675/9} \times \frac{365}{60} \times 100 = 3,75$$

ولتطبيق اخر للمعادلة السابقة نفرض ان لدينا مليون دولار فائض عن حاجتنا ونرغب في استثماره لمدة شهر علما بانه يمكننا الحصول على سعر فائدة ثابت 13% سنويا، كما يمكننا شراء شهادة ايداع مدة استحقاقها ثلاثة اشهر بسعر فائدة 14% سنويا، فاذا احتفظنا بها مدة شهر وقمنا ببيعها قبل شهرين من تاريخ استحقاقها وكانت الفائدة المعروضة لشهرين مثلا (13,75%).

فسيكون صافي حصيلة الاستثمار لمدة شهر حسب المعادلة هو كما يلي:

$$\text{صافي الحصيلة} = 1,000,000 \times \frac{(90\times 14) + (365\times 100)}{(60\times 13,75) + (365\times 100)}$$

$$= 1,011,654/39 \text{ دولار}$$

من هنا نجد ان الاستثمار في شهادة الايداع قد اعطى مردوداً مقداره 11,654/39 دولار مقارنا بـ 10,833/33 كان يمكن الحصول عليها لو تم ربط وديعة بـ13%.

اما اذا كانت الفائدة المعروضة على المدة المتبقية (شهرين) تزيد عن فائدة الشهادة اي كانت 15% مثلاً، فان صافي الحصيلة بتطبيق المعادلة اعلاه سيكون 9625/63 دولار وهو اقل من حصيلة ربط المبلغ وديعة لمدة شهر بسعر فائدة 13%.

٣- الأوراق التجارية/ قصيرة الأجل

تصدر هذه الأوراق قصيرة الاجل ضمن تسهيلات اصدار السندات متوسطة الاجل المعروفة باسم Note Issuance Facility (NIFs) والتي تمثل التزامات متوسطة الاجل (Medium-Term Commitment) ملزمة قانونيا للمقترض الذي يستطيع اصدارها من خلال اوراق مالية قصيرة الاجل تصدر باسمه (شهادات ايداع بالنسبة للاقتراض من البنوك، او كمبيالات بالنسبة للاقتراض من المؤسسات غير البنكية)، وقد تتعهد البنوك بتغطية الاصدار وفي هذه الحالة تلتزم البنوك بشراء أية أوراق تصدر لا يستطيع المقترض بيعها، او

تصدر اعتمادات ضمان لها (Standby Credits) وتسمى السندات في هذه الحالة (Euro Note Facility) او (Note Purchase Facility) أو (Revolving Under- writing Facility (RUF) اذا كانت دوارة، او قد لا تكون البنوك ملزمة بتغطية الاصدار فتسمى في هذه الحالة (Euro-Commercial-Paper Pogramme) او كما تسمى في الولايات المتحدة (Commercial Paper Issue) .

وتعتبر أوراق اليورو احدى وسائل الاستثمارات الدولية قصيرة الاجل المتوفرة للمستثمرين في كافة انحاء العالم وهي من الوسائل الاستثمارية المستحدثة التي يفضلها المستثمرون على الاستمارات التقليدية لميزاتها العديدة، حيث يحصل حاملها على ارباح منتظمة كما يمكن بيعها للحصول على السيولة عند الحاجة، علاوة على ذلك فان اسعار الفائدة على هذه الأوراق تفوق في العادة الاسعار على الودائع المصرفية .

ومن اهم مواصفات هذه الأوراق :

١- تصدر عن كبار المقترضين مثل الشركات الكبرى والمؤسسات الحكومية او الأقليمية وتشكل التزاما مباشرا غير مشروطا على الجهة المصدرة لها . وغالبا ما تحمل الأصدارات غير المضمونة تصنيفاً ائتمانيا عاليا تصدره مؤسسات التصنيف الأئتماني المعروفة مثل Moody's و S&P و Fitch Ratings .

٢- أوراق لحامله قابلة للتداول وتصدر بفئات اصدار مختلفة وباجال تتراوح بين اسبوع وسنة وتتراوح عادة بين شهر، ثلاثة اشهر وستة اشهر، وفي السوق الأمريكية يكون الحد الاقصى لأجل الأوراق التجارية 270 يوماً، حيث يتوجب على المصدر تسجيل الأصدار لدى هيئة الأوراق المالية SEC اذا ما رغب باصدار يزيد أجله عن ذلك .

٣- يستطيع المستثمرون تنويع وتقليل مخاطر استثماراتهم قصيرة الاجل بالاستثمار في هذه الأوراق التي تعتبر بديلا للاستثمار التقليدي المتمثل في ايداع اموالهم لدى البنوك .

٤- تتُيح للمستثمر فرصة الاختيار بين العديد من الجهات المصدرة لها والمدد المختلفة لاستحقاقها بما يتناسب واهدافه الاستثمارية .

٥- تعتبر من الوسائل الاستثمارية المبسطة التي لا تعدو في جوهرها مجرد وعد بسداد مبلغ معين من المال في وقت محدد لاستحقاقه .

٦- معظم البنوك لا تتقاضى اية عمولات او مصاريف مقابل بيع وشراء هذه الأوراق، كما انها تقوم بحفظ بخزائنها نيابة عن عملائها دون مقابل، كما تلتزم بتحويلها لحساب العميل لدى مقاصة (يوروكلير) أو (سيدال) اذا طلب العميل ذلك .

ويتم في العادة شراء هذه الأوراق وبيعها بواقع القيمة الاسمية زائدا علاوة الاصدار، كما ان القيمة الاساسية لهذه الأوراق لا تتغير كثيرا وذلك لقصر عمر هذا النوع من الأوراق، فاذا ما رغب احد المستمرين بيعها قبل تاريخ استحقاقها لحاجته للسيولة فان البنوك تشتريها عادة وفق المعادلة التالية(١) :

$$\text{سعر شراء الورقة} = \text{القيمة الاسمية للورقة} \times \frac{\frac{(\text{ر}\times\text{د})}{(360\times100)} + 10}{\frac{(\text{ي}\times\text{ن})}{(360\times100)} + 1}$$

حيث ان :

ر= سعر الفائدة المحددة على الورقة

د = عدد ايام المدة الاساسية للورقة

ي = العائد المتفق عليه بموجب الورقة

ن = عدد الايام المتبقية من تاريخ ابرام الصفقة وحتى موعد استحقاق الورقة

مثال :

اذا افترضنا ان المدة الاساسية لاستحقاق ورقة ما (د) هي 182 يوما ، وان قيمتها الاسمية مليون دولار وسعر الفائدة عليها حدد بـ 10% في السنة وان هذه الورقة قد تم شراؤها وكانت المدة المتبقية على الموعد المحدد لاستحقاقها هي (150) يوما ، وكان العائد المتفق عليه قد حدد بـ 11% في السنة فان احتساب سعر شراء الورقة يكون كما يلي :

$$\text{سعر الشراء} = 1{,}000{,}000 \times \frac{\frac{(182\times10)}{(360\times100)} + 1}{\frac{(150\times11)}{(360\times100)} + 1}$$

سعر الشراء = 1,004,515/27 دولار امريكي

٤- القبولات المصرفية (Bankers Acceptances)

تعتبر القبولات شكلا قديما من اشكال الاقتراض التجاري ، ويتم عملها بان يضيف بنك ما اسمه وسمعته الى سحب[1] المقترض مما يجعله قابلا للتسويق ، فقد تكون شركة او مؤسسة ما بحاجة الى اموال قصيرة الاجل فتقوم هذه الشركة او المؤسسة باصدار سحب[1] على بنك ما طالبة منه دفع مبلغ محدد من النقود لحامل السحب خلال فترة محددة ثم تأخذ هذا السحب الى البنك الذي يختمه

(1) السحب هو محرر مكتوب وفق شروط معينة يتضمن امرا صادراً من جهة (الساحب) إلى جهة اخرى (المسحوب عليه) بان تدفع لامر جهة ثالثة (المستفيذ او حامل السند) مبلغاً معيناً بمجرد الاطلاع أو في ميعاد معين او قابل للتعيين .

بعبارة مقبول وبذلك يكون البنك قد اضاف ضمانته او التزامه على السحب مما يعني التزامه بدفع قيمته بتاريخ الاستحقاق في حالة عدم دفع المقترض له عندئذ ويصبح السحب قابل للتداول والتسويق في السوق الثانوي الى ان يستحق بتاريخ الاستحقاق . عندها يقدم للبنك للدفع والذي بدوره يفترض ان تدفع الشركة او المؤسسة المصدرة له قيمته من حسابها المحتفظ به لديه .

وحديثا اصبح معروفا ان مثل هذه القبولات تنشأ عن عمليات تجارية مبنية على الالتزام بدفع مؤجل لثمن البضاعة ، حيث يتم تحرير سحب زمني (Time Draft) بالقيمة المؤجلة الدفع من ثمن البضاعة ويقدم هذا المستند الذي يسحبه المصدر على بنك المستورد من ضمن المستندات المطلوبة عند فتح الاعتماد حيث يقوم هذا الاخير بالتأشير عليه بالقبول (Accepted) وهنا ينشأ القبول البنكي ، او ما يسمى (Bankers' Acceptance) ويصبح امام المستفيد (المصدر) اما خيار خصم السحب فورا والحصول على صافي قيمته او الاحتفاظ به لحين الاستحقاق وقبض كامل قيمته الاسمية ، الا انه غالبا ما يتم خصم السحب لان المصدر يكون قد احتاط اصلا لما سيخسره من فائدة الخصم التي سيحصل عليها البنك الخاصم وذلك باضافتها الى سعر بضاعته للمستورد . وهنا يأتي دور البنك الخاصم الذي يكون امامه اما خيار الاحتفاظ بالسحب في محفظته لحين الاستحقاق واما بيعه في السوق المفتوحة للتعويض عما دفعه للمستفيد ثمنا لهذه البضاعة .

ويمكن ان يستفيد بنك المستورد من مزايا القبولات البنكية وذلك بتفويض البنك المراسل بخلق قبول بنكي يغطي ثمن بضاعة مستوردة او مصدرة من قبل احد عملائه بالكامل ويتم ذلك بالتوقيع على سحب عادي الشكل رقم (3/2)

وتفويض البنك المراسل بقبوله وبيعه في السوق الثانوي لديه وعندما يتم ذلك يقوم البنك المراسل بتسجيل صافي قيمة السحب في حساب البنك المحلي بعد خصم عمولته.

ومن اهم الشروط العامة المطلوبة في القبولات المصرفية ما يلي:

١- ضرورة ان تنتج هذه القبولات عن عمليات تجارية حقيقية سواء اكانت عمليات استيراد او عمليات تصدير.

٢- يجب ان تكون السحوبات الزمنية قابلة للتداول حتى تكون القبولات المصرفية قابلة للتداول في الاسواق النقدية.

٣- يجب ان لا تزيد مدة التمويل بهذه الاداة عن ستة اشهر ويجب ان لا يتم اكثر من تمويل واحد لنفس البضاعة الممولة.

٤- يجب ان يكون هناك توثيق لعمليات القبولات المصرفية بين بنك المستورد وبنك المصدر وبحيث يتضمن هذا التوثيق اتفاقية تحدد سقفا اعلى للحد المسموح به من هذا النوع من التمويل، والوثائق الضرورية التي تبين التفاصيل الرئيسية العامة للبضاعة، بالاضافة الى السحب اللازم لمثل هذه العملية.

٥- يجب ان لا يسمح للبنوك بالمغالاة في استعمال هذا النوع من ادوات التمويل وذلك لانها تشكل قرارا ائتمانيا مباشرا من جانب البنوك، ففي الولايات المتحدة لا تستطيع البنوك خلق قبولات مصرفية في اي وقت من الاوقات بمبالغ تتجاوز ضعف رؤوس اموالها.

٦- يجب ان يكون اصدارها بفئات تساعد على تداولها في الاسواق الثانوية الخاصة بها. وهي - وان كان بالأمكان اصدارها باية مبالغ - فانها تصدر

في العادة بمضاعفات ال 10,000 دولار .

اما فيما يتعلق بتسعير القبولات البنكية ، فان ذلك يتم يوميا في الاسواق النقدية ، والفائدة على القبولات المصرفية تخصم مقدما ، وعليه فيجب دائما تحويل هذا السعر الى فائدة سنوية حتى يمكن مقارنته مع اسعار الفوائد على ادوات التمويل الاخرى . فلو ان سعرفائدة الخصم المعطى على القبول البنكي لمدة (90) يوما هو8% وكان سعر الفائدة على احدى ادوات التمويل قصيرة الاجل الاخرى الموجودة في السوق 8,4% لنفس المدة فلا بد لاجراء المقارنة من تحويل سعر الخصم على القبول البنكي الى سعر فائدة سنوي حقيقي وفق المعادلة التالية :

$$\frac{\text{سعر فائدة الخصم على القبول البنكي}}{100 - \left(\frac{\text{سعر فائدة الخصم على القبول} \times \text{عدد الايام}}{360}\right)}$$

$$= \frac{8}{100 - \left(\frac{90 \times 8}{360}\right)}$$

= 8,2% سنويا

من نتيجة المعادلة السابقة يمكن الحكم بان الفائدة السنوية الحقيقية على القبول البنكي ستكون اقل منها على اداة التمويل الاخرى المعروضة .

ان انتشار القبولات المصرفية في بلد ما لا بد وان يعمل على تشجيع وتنشيط عمليات التصدير منه بالاضافة الى ان استعمالها لتمويل عمليات الاستيراد سيوفر الاموال التي تدفع في العادة للبنوك الاجنبية التي تقدم

التمويل قصير الاجل للتجارة الخارجية لهذا البلد .

الشكل رقم ٣/٢

No.

THE TRANSACTION WHICH GIVES RISE TO THIS INSTRUMENT IS THE EXPORTATION IMPORTATION FOREIGN SHIPMENT

OF

FROM

TO

ACCEPTED

NO

UBAF ARAB AMERICAN BANK
NEW YORK

AUTHORIZED SIGNATURE
FOR BANK USE ONLY

CITY

DATE

$

At _____ PAY TO THE ORDER OF

UBAF ARAB AMERICAN BANK – NEW YORK

DOLLARS

TO البنك العربي الامريكي
UBAF ARAB AMERICAN BANK
345 PARK AVE., N.Y., N.Y. 10154

Value Received

AUTHORIZED SIGNATURE

⑆0260099588⑆

٥- التمويل بالهامش Margin Financing

الهامش هو ذلك المبلغ النقدي الذي يملكه المستثمر ويقرر استثماره كجزء من كامل مبلغ يرغب في استثماره حيث يقوم باقتراض باقي المبلغ الذي يحتاجه من بعض البنوك والمؤسسات التمويليه المتخصصة وذلك بضمان كامل المبلغ المستثمر بما فيه ذلك الجزء العائد له ، فهو بذلك يستخدم اسلوباً من اساليب المضاربة المبنية على توقع ارتفاع اسعار الاداة المالية المنوي الاستثمار بها ، حيث يؤدي الرفع المالي المترتب على نسبة التمويل الى الهامش الى مضاعفة ارباح المضارب اذا ما تحققت توقعاته او خسائره اذا اتجه السوق بعكس التوقعات . فلو ان مستثمرا يتوقع ارتفاع سعر اداة من ادوات الاستثمار (أسهم مثلا) خلال سنة معينة بنسبة 20% وهو يرغب في الاستفادة من فرصة الربح المتاحة هذه ، ولنفرض في نفس الوقت ان معدل الهامش السائد في السوق الذي يتعامل معه هذا المستثمر هو 40% (40 الف دينار مثلا ، وهو يملكها بالكامل) ، فان هذا المستثمر اما ان يشتري اسهماً بكامل المبلغ الذي يملكه اي (40) الف دينار محققا

في نهاية العام ربحا مقداره (8) الاف دينار، او قد يقترض (60) الف دينار اخرى ليشتري اسهماً بمبلغ (100) الف دينار بشرط ان يستعمل كامل الأسهم المشتراه ضمانا للمبلغ المقترض محققا بذلك ربحا سنويا مقداره (20) الف دينار، فاذا كانت الفائدة السائدة على المبلغ المقترض هي (5%) سنويا اي (3) الاف دينار فان صافي ربح المستثمر نتيجة عملية التمويل بالهامش سيكون (17) الف دينار بدلا من (8) الاف دينار فيما لو استعمل امواله فقط.

ان المخاطرة التي قد تنتج عن هذا النوع من التمويل هي الاتجاه العكسي للسعر، اي انخفاض سعر الأسهم بدل ارتفاعه الامر الذي سيؤدي الى انخفاض قيمة الأسهم المشتراة الى حد قد يتجاوز معه الهامش المودع من قبل المستثمر الى المبلغ الذي اقترضه، وبالتالي فان خسارته هنا ستتجاوز رأسماله الى المبلغ الذي اقترضه ايضا، لذلك فإن البنوك المقرضة تحرص دائما على ان لا تقل ضمانات المبلغ المقرض عن كامل المبلغ المستثمر وبحيث لا تقل بأي حال من الاحوال عن كامل مبلغ القرض اي 60% من قيمة المبلغ المستثمر في مثالنا السابق.

لذلك نجد ان الاساس في عمليات التمويل بالهامش هو ان لا تتم الا بضمانات كافية اي لا يتم منح قروض تزيد عن قيمة الضمانات بل تكون هذه القروض دائما بقيمة اقل من قيمتها وبالنسبة المقررة والتي تتراوح عادة بين 60-100% وتختلف باختلاف الاداة الممولة، بحيث تستطيع هذه الضمانات تغطية اية خسارة قد يتعرض لها المستثمر، لذلك يتم في العادة فتح ما يسمى بحسابات الهامش (Margin Accounts) لضبط هذه العملية ولكي تكون نسبة التمويل الحقيقية دائما وفق النسبة المقررة. ففي مثالنا السابق فانه من اصل (100) الف دينار هناك (40) الف تمثل ملكية للمستمر (Equity) و (60) الف دينار تمثل

القرض لذلك فان نسبة التمويل الحقيقية تساوي

$$\frac{\text{الملكية}}{\text{القيمة السوقية للاستثمار}} \times 100 = 40\%$$

فلو فرضنا مثلا ان قيمة السندات المشتراه قد اصبحت تساوي بعد شهرين من تاريخ شرائها (110) الاف دينار فان الوضع بالنسبة لحسابات الهامش يصبح كالآتي :

- القيمة السوقية للاستثمار = 110,000
- القرض = 60,000
- الملكية (الجديدة) = 50,000
- نسبة التمويل الحقيقية = $\frac{50,000}{110,000} \times 100 = 45,45\%$
- الوضع الذي تبرره الملكية الجديدة= $\frac{\text{الملكية}}{\text{النسبة المقررة}} = \frac{50,000}{0,4} = 125,000$ دينار
- المبلغ الذي يسجل للمستثمر في حساب

الهامش (والذي يمكن سحبه ان رغب) = 0,40 × 110,000 = 44,000

50,000 – 44,000 = (6000) دينار

أما لو فرضنا ان قيمة السندات المشتراه قد اصبحت تساوي بعد شهرين من شرائها (95) الف دينار فان الوضع يصبح كالآتي :

- القيمة السوقية للاستثمار = 95,000
- القرض = 60,000
- الملكية (الجديدة) = 35,000

- نسبة التمويل الحقيقية $= \frac{35,000}{95,000} \times 100 = 36,84\%$

- الوضع الذي تبرره الملكية الجديدة $= \frac{\text{الملكية}}{\text{النسبة المقررة}} = \frac{35,000}{0,4} = 87,500$ دينار

- المبلغ الذي يجب على المستثمر ايداعه في حساب الهامش للمحافظة على نسبة الضمان $= 87,500 \times 0,40 = 35,000$

$= 35,000 - 40,000 = (5000)$ دينار

دينار مما سبق فاننا نخلص الى ان حساب الهامش المفتوح باسم المستثمر يجب ان يعدل باستمرار خلال مدة التمويل وفي تواريخ محددة متفق عليها ليعكس دائما المحافظة على نسبة تمويل حقيقية تساوي نسبة التمويل المقررة حتى تحافظ الضمانات على قيمتها. وغالباً ما يتم ذلك بتقييم الأصول المشتراه على اساس اسعارها السوقية يومياً Mark to Market فاذا لحقت بالمستثمر خسارة ينخفض الهامش المودع بكامل هذه الخسارة فيطالبه البنك بتغطية الهامش المطلوب. فاذا لم يتمكن من التغطية تجري تصفية الاصول المشتراه وتسليم المستثمر ما يتبقى من الهامش الذي يمثل استثماره الأصلي.

٦- اتفاقيات اعادة الشراء (Repurchase Agreements)

اتفاقية اعادة الشراء هي اصطلاح يستعمل في السوق المالي ويعني الحصول على الاموال عن طريق بيع الاوراق المالية مع ابرام اتفاقية في نفس الوقت يتعهد فيها البائع باعادة شراء هذه الاوراق بعد فترة محددة غالبا ما تكون ليلة واحدة (Overnight) أو لأجل قصير وبسعر اعلى من سعر البيع الاول يتفق عليه، حيث يتم التسليم واعادة الاستلام الفعلي لهذه الاوراق المالية عند عملية البيع وعملية اعادة الشراء.

ويمكن ان يمتد عمل اتفاقيات اعادة الشراء لفترات اطول تصل الى (30) يوما او اكثر وهنا تسمى (Term Repos) كما يمكن ان تكون عقود عمليات اعادة الشراء مستمرة (Continuing Contracts) بحيث تتكون من عمليات متتابعة لعملية الاستثمار لليلة واحدة تتجدد يوميا بصورة تلقائية الى ان تلغى من قبل احد الطرفين .

ولتوضيح مفهوم عمليات اتفاقيات اعادة الشراء ، نفترض ان شركة او مؤسسة ما لديها اموال فائضة ليست بحاجة فورية لها وترغب في استثمارها فتستطيع هذه المؤسسة ترتيب عملية شراء سندات حكومية او غير حكومية من بنك تجاري مقرونة باتفاقية تتضمن تعهد هذا البنك باعادة شراء هذه السندات في اليوم التالي ، أو بعد فترة محددة .

وفي عمليات اتفاقيات اعادة الشراء فان المقترض (البنك) يتفق على سعر مع المقرض او يدفع فائدة على اقتراضه للاموال من المقرض (المؤسسة او الشركة) ويكون دور السندات هو فقط لاعطاء الضمان للمقرض ، وفي عمليات اتفاقيات اعادة الشراء فان المقترض هو الذي يبيع السندات ليحصل على الاموال ويعيد شراءها عند الاستحقاق ، اما في عمليات اعادة الشراء المعكوسة (Reverse repos) فان المستثمر هو الذي يشتري السندات ويعيد بيعها عند الاستحقاق .

وغالبا ما يقوم المتعاملون (Dealers) بالتعامل في اتفاقيات اعادة الشراء وذلك لأنهم بحكم عملهم يأخذون مراكزا في تعاملهم فيشترون سندات بمبالغ تزيد بكثير عن رأسمالهم وبذلك يلجأون الى تمويل هذا الشراء عن طريق الاقتراض خاصة اذا كانوا يتوقعون ارتفاع قيمة هذه السندات ، فيبيعوا هذه

السندات الى المقرضين مع اتفاقية وتعهد منهم باعادة شرائها، ويكون الفرق بين سعري الشراء والبيع هو الربح الذي يجري احتسابه على اساس سعر فائدة اعادة الشراء المعلن في السوق والذي يعتمد على سعر فائدة اعادة الشراء لدى البنك المركزي والذي بدوره يزيد بنسبة 1% تقريباً عن سعر اعادة الخصم.

٧- البيع القصير (البيع على المكشوف) Short Sale

يشتري معظم المستثمرين في العادة ادوات الاستثمار اولا ثم يبيعونها عندما ترتفع اسعارها او عندما يتوقعون انخفاضها عن المستوى الذي وصلت اليه. وهذه العملية تسمى عادة االمركز الطويل (Long Position)، ولكن هذه العملية يمكن ان تكون معكوسة بحيث يتم بيع ادوات الاستثمار اولا لاعادة شرائها في وقت لاحق، ويتحقق ذلك عن طريق اقتراضها الآني حتى يتسنى بيعها بالسعر المرتفع على امل اعادة شرائها آجلا عند انخفاض سعرها وتسمى هذه العملية بالبيع القصير او البيع على المكشوف.

فالبيع القصير اذن هو بيع ادوات استثمار (اوراق مالية في العادة) لا يملكها البائع (Short-Seller) عند اتمام العملية بل يقترضها من وكيل او جهة معينة لبيعها بسعر عال على امل شراء هذه الاوراق المالية فيما بعد بسعر منخفض لاعادة الاوراق المالية المشتراه الى الجهة المقرضة مع عمولة متفق عليها مسبقا ليبقى للمتعامل فرق السعر كربح.

فلو ان سعر سهم مثلا ارتفع بشكل مفاجىء ليصل الى (20) دينارا ويتوقع المستثمر ان ينخفض سعر هذا السند الى (10) دنانير خلال فترة قصيرة فان هذا المستثمر سيلجأ فورا - اذا كان يحمل هذه الأسهم في محفظته - الى بيعها بالسعر المرتفع ليحقق ربحا نتيجة ارتفاع اسعار الأسهم التي يملكها، او سيلجأ

الى البـيع القـصـيـر اذا كـان لا يملك هذه الأسـهـم ويريد ان يسـتـفـيـد من هذه الفرصـة، فيقترض هذه الأسهم لفترة معينة على اساس اعادتها في وقت لاحق ثم يبيع الأسـهم المقتـرضـه بسـعر (20) دينارا للسـهـم، فـاذا انخفـضت اسـعـار الأسهم فيما بعد كما تنبأ لها الى (10) دنانير مثلا للسهم، خلال المدة المعينة فانه سيقوم بشراء هذه الأسهم بسعر (10) دنانير للسهم لاعادتها للمقرض محققا بذلك ربحا مقداره (10) دنانير للسهم الواحد ناقصا مصاريف وعمولات الجهة المقرضة.

ولحماية المقرض من عدم مقدرة المقترض على السداد فانه على المقترض (Short-Seller) ايداع مبلغ نقدي لدى المقرض مساويا لقيمة الأسهم المشمولة بالعملية، وفي البداية يكون مبلغ هذا الايداع في العادة حصيلة عملية البيع القصير، فاذا ارتفع سعر السوق لهذه الأسهم فان هذا يتطلب ايداع مبلغ اضافي في هذا الحساب، امـا اذا انخفض السـعر فـان هذا يعني ان بعض الـودائع يمكن سحبها منه، اي ان الوديعة مرتبطة بالسوق وحركته (Marked to Market) وعند اعادة الأسهم في النهاية فان بامكان المقترض استعادة كافة الاموال المودعة.

ان عـمليـة البيع القـصـيـر اذن هي اسلوب من اسـاليب المضـاربـة الخطرة، وخطورتها تكمن في حالة عدم تحقق توقعات المستثمر بانخفاض الاسعار، فمن المعروف ان الخطورة المتوقعة عادة من عمليات الوضع الطويل هي محدودة بقيمة الاستثمار، اي ان قيمة الاستثمار المملوك هي اقصى ما يمكن خسارته، اما في عمليات البيع القصير فان الخطورة المحتملة هي غير محدودة طالما انه بامكان اسعار الاوراق المالية المشمولة بالعملية ان ترتفع الى عدة اضعاف مبلغها الاصلي، لذلك فان الارتفاع في اسعار الاوراق المالية قد يشكل خطورة على المقترض لانه قد يجعل من الصعب بل من المستحيل اعادة شراء هذ الاوراق نتيجة هذا الارتفاع.

ويتم في بعض الاحيان اقراض هذه الاوراق المالية مقابل عمولات تدفع للمقرضين في مقابل ذلك يدفع المقرضون فائدة على الاموال المودعة معهم كضمان لعملية البيع القصير ، ولكن في اغلب الاحيان فان المقرض لا يستلم اية تعويضات عن العملية إلا انه في المقابل يحتفظ بالمبالغ لديه ويكون له مطلق الحرية في استغلال اموالها ، وخلال مدة عملية البيع القصير فان على المقترض ان يدفع للمقرض مبالغ تعوضه عن قيمة التوزيعات والفوائد التي كان من الممكن استلامها على الاوراق المالية المقترضة ولا تعاد هذه التوزيعات والفوائد حتى بعد اغلاق عملية البيع القصير .

وتلافيا لما قد يؤديه البيع القصير من تأثير سلبي على استقرار الأسواق المالية وخاصة في حال ظهور مضاربات محمومة ، تمنع قوانين وانظمة بعض الدول عمليات البيع القصير في حين تخضعها دول اخرى لمعايير دقيقة ومراقبة صارمة .

المراجع

الفصل الثالث:

References

1. Coyle, Bryan, Interest Rate Risk Management: Money Markets, The Chrtered Institute of Bankers: London, 2001.
2. Redhead, Keith, Introduction to the International Money Markets, The Chartered Institute of Bankers: London, 2001.
3. Rice, Tony/ Coyle Bryan, Financial Risk Management: Money Markets, Bpp: London, 1992.

الفصل الرابع

التمويل الدولي متوسط وطويل الأجل
(سوق راس المال)

MEDIUM & LONG TERM FINANCE
(CAPITAL MARKETS)

١- الــســنــدات	BONDS
العوامل التي تؤثر على سوق السندات الدولي	- INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS
الاقتـراض عن طريق السندات	- BOND ISSUING
بيــوت المقــاصــة	- CLEARING HOUSES
انــواع الــســنــدات	- BOND TYPES
مــراحل اصــدار الــسندات	- ISSUNG PHASES
الــعــائــد عــلـى الــسـنـدات	- THE YIELD
العمولات والمصاريف	- FEES AND EXPENSES
الـتـعـامـل بالسندات	- BOND TRADING
العوامل التي تؤثر على سعر السند	- BOND PRICE DETERMINANTS
٢- القروض المجمعة	SYNDICATED LOANS
مـيـزات الـقـروض الجمعة	- ADVANTAGES
دور المقــرضين	- THE LENDERS
وثـائـق الـقــــرض	- DOCUMENTATION
التكالـيف ، عـمليـات الدفع	- COSTS & PAYMENTS
٣- القـروض التـصديرية	EXPORT CREDITS
ائـتــمــان المشــتــريـن	- BUYERS CREDIT
ائـتـمان البـائعين (الموردين)	- SUPPLIERS CREPIT
٤- التأجير	LEASING

الفصل الرابع:

التمويل الدولي متوسط وطويل الأجل (سوق راس المال)

١- السندات BONDS

مقدمة

من المعروف ان السندات هي اداة من ادوات الدين المتعارف عليها في السوق، فالسند يعتبر عقد التزام من المقترض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تشكل الدفعات والفوائد على اموال تم اقتراضها، وتتمتع السندات عادة بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداولها بيعا وشراء في اسواق الأوراق المالية، كما يمكن الحصول على اسعارها في اسواق السندات يوميا.

وفي الاطار الدولي للسندات فان اهم سوق للسندات هو ما يسمى بسوق سندات اليورو دولار (Eurodollar Bond Market) وهي سوق سندات الدولار الامريكي الموجود خارج الولايات المتحدة، حيث يتم التعامل بها خارج اطار انظمة وتعليمات السلطات النقدية الامريكية وذلك على نقيض سوق سندات المقترضين الاجانب في الولايات المتحدة والذي يسمى بسوق سندات اليانكي (Yankee Bond Market) وفي بريطانيا (Bulldog Market) وفي اليابان (Samurai Market) حيث تخضع هذه للقوانين والانظمة المحلية لبلدانها.

وعلى الرغم من اهمية اسواق سندات العملات الاخرى الا ان سوق سندات اليورو دولار قد نال حظا اوفر من الاهمية، ولعل مرد ذلك يعود لاسباب عديدة من اهمها ما يلي:

١ - وجود كميات كبيرة من الدولارات الامريكية وعدم وجود قيود او تعليمات لتحويل العملة الاجنبية بالنسبة للدولار، وقد ساعدت برامج المساعدات الامريكية التي جاءت لاعادة بناء اوروبا بعد الحرب العالمية الثانية في ذلك، كما ان الطلب الكبير من الاوروبيين الذين كانوا يبحثون عن موجودات مالية ثابتة ومضمونة ساعد في ذلك ايضا .

٢ - سرعة البنوك الامريكية وقدرتها على اللحاق بعملائها من الشركات متعددة الجنسيات التي انتشرت في الخارج، والحرية النسبية في تعليمات العملة الاجنبية بالنسبة لودائع الدولار الامريكي الموجودة خارج الولايات المتحدة (اليورو دولار)، كعدم الاحتفاظ بنسبة معينة من ودائع اليورو دولار كاحتياطي ساعد في ذلك ايضا .

٣ - ان الفوائد المدفوعة على ودائع اليورو دولار كانت اعلى من تلك المدفوعة على ودائع الدولار داخل سوق رأس المال الامريكي وذلك للاسباب المذكورة سابقا الامر الذي ساعد على تدفق الدولارات لهذا السوق .

٤ - تدفق الكثير من الفوائض المالية للدول المنتجة للبترول لهذا السوق سعيا وراء الفائدة الاعلى من جهة، ولتنويع وتوزيع الاستثمار من جهة اخرى، ادى الى تطور السوق وتوسعه بشكل رفع نسبة السيولة فيه الى اعلى مستوياتها .

ولقد تطور سوق سندات اليورو تدريجيا، فقد استعملت اموال اليورو دولار في البداية للأقتراض قصير الاجل وذلك لتمويل التجارة الخارجية بالدولار، الا انها اخذت بعد ذلك في الزيادة المضطردة التي ادت الى استعمال هذه الاموال للاقتراض طويل الاجل حيث اقبلت الدول على الاقتراض من هذا السوق لتمويل عجز موازين مدفوعاتها، ولتمويل مشاريعها الامر الذي ادى الى تطور القروض المجمعة في هذا السوق، ومع تطور سوق القروض المجمعة تطور سوق اخر مرتبط به هو سوق السندات بالدولار .

ويمكن القول ان الاسباب التالية ساعدت على تطور سوق سندات اليورو (Euro Bond Market) مقارنة باسواق السندات المحلية (Domestic Securities) :

١- لا تخضع دفعات سندات اليورو بشكل عام الى اية ضرائب في حين تخضع السندات المحلية الى الضرائب المختلفة المفروضة في بلدانها .

٢- ان كل سندات اليورو في الغالب تصدر لحامله (Bearer Form) الامر الذي يعني تداولها مع عدم وجود سجل لمالكيها في حين ان السندات المحلية تبقى مسجلة حتى مالكها الاخير .

٣- تتضمن سندات اليورو على الغالب نصوص الـ (Negative Pledge) والتي تجعلها على قدم المساواة (Pari Passu) مع ادوات الدين الاخرى .

٤- يمكن تداول سندات اليورو في كل اسواق السندات المعروفة ولا ينحصر تداولها في الاسواق المسجلة فيها .

اما بالنسبة للمقترضين والمستثمرين في سوق سندات اليورو فإن الاقتراض في سوق سندات اليورو يتم من قبل القطاعات الحكومية وشبه الحكومية ومؤسساتها بالاضافة الى القطاع الخاص المتمثل في البنوك والمؤسسات والشركات المالية والشركات والمشاريع المحلية والدولية ، اما الاستثمار فيها فيتم عن طريق المجموعات الاستثمارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين والبنوك الدولية والشركات المالية والمؤسسات الادخارية والشركات الكبيرة والحكومات .

العوامل التي تؤثر على سوق السندات الدولي :

هناك عوامل كثيرة تؤثر على تطور سوق السندات الدولي من اهمها :

١- الضرائب (Taxation)

لا شك في ان مستوى الضرائب على السندات يؤثر تأثيرا مباشرا على سوق

السندات الدولي، وقد كان لتخفيض الضرائب او الغائها الاثر الكبير في تطور هذا السوق وهذا ما حصل فعلا في سوق سندات اليورو .

٢- توزيع المناطق الزمنية (Time Zone Distribution)

ان التوزيع الزمني للاسواق الرئيسية الدولية كان من العوامل الرئيسية المساعدة لسوق السندات الدولي، فقد امكن بفضل اسواق لندن ونيويورك وطوكيو تداول السندات على مدار ساعات اليوم وامكن تحويل جزء كبير من سندات البنوك الالمانية والسويسرية والانجليزية وغيرها الى اسواق نيويورك وطوكيو كما امكن تحويل سندات نيويورك وطوكيو لاسواق اوروبا .

٣- التغيرات القانونية والتنظيمية (Legal and Regulatory Changes)

ان التغيرات القانونية والتنظيمية جنبا الى جنب مع الوضع التنافسي للسوق تؤثر تأثيرا كبيرا على هذا السوق، فقد ساعد تنظيم كل من سوق لندن ونيويورك، وايجاد مؤسسات مثل اليورو كلير والسيدال، على ضبط وتنظيم عملية تبادل السندات، كما ان المنافسة الكبيرة بين المؤسسات التي تتعامل بالسندات ساعد على تطور السوق وازدياد حجمه ايضا .

٤- حصة قروض البنوك المجمعة والتقليدية من سوق الاقراض

ان حجم سوق السندات سواء سندات اليورو او السندات الاجنبية (Euro and Foreign Bonds) يتأثر بمقدار قروض البنوك المجمعة والتقليدية الممنوحة في اسواق الاقراض، فعلى اثر ازمة المديونية العالمية، في بداية الثمانينات والتي ترتب عليها توقف عدد كبير من الدول عن تسديد قروضها المجمعة، قلصت البنوك كثيراً من حجم الأقراض السيادي Sovereign Lending، مما ادى الى لجوء العديد من الدول غير المتعثره الى سوق السندات الذي ازدهر بقوه على حساب سوق القروض المجمعة .

٥- التنويع في اصدار السندات

ان انتشار الادوات الجديدة في مجال السندات، كالسندات ذات سعر الفائدة العائم (F R Ns) والسندات المرتبطة بالاسهم (Equity Related Bonds) والسندات التي لا تحمل سعر فائدة (Zero Coupon Bonds) والسندات ذات الضمان بالتملك (Warrants) كل ذلك ساعد على اتساع سوق السندات، وقد كان للجهود المبذولة من قبل المقترضين لتخفيض تكلفة اقتراضهم، والخبرات العالية التي وظفوها بالأضافة الى سعي بنوك الأستثمار المتخصصة الى تطوير خدمة عملائها الاثر الاكبر في خلق هذه الادوات.

الاقتراض عن طريق اصدار السندات

ان السند يشبه القرض من حيث ان كلا منهما يثبت اتفاقا لاعادة مبلغ مقترض بالاضافة الى فائدته عند تاريخ الاستحقاق، كما انهما متشابهان في ان تاريخ استحقاق كل منهما يمكن ان يمتد لاكثر من (5) سنوات.

الا ان السند يمتاز عن القرض في قابليته للتحويل، فعندما يقدم احد البنوك قرضا فانه يبقيه حتى تاريخ تسديده، اما عند شرائه لسند ما فيمكنه بيعه في اي وقت من الاوقات في السوق الثانوي وهو امر هام جدا حيث يتيح للمستثمرين الذين يحتاجون اموالهم بيع هذه السندات طويلة الاجل في اي وقت يحتاجون الى السيولة. والالتزام بالسند هو التزام من طرف واحد فقط، فالمقترض وحده هو الملزم بدفع المبالغ المترتبة عليه، اما المستثمر فلا يترتب عليه فعل اي شيء بالمعنى القانوني، حيث ان السندات بالنسبة له هي موجودات سهلة البيع يمكن تداولها كالنقد تقريبا.

بيوت المعاوضة او المقاصة للسندات (Clearing Houses)

ان الطبيعة الدولية لسوق السندات واصدار السندات لحاملها (Bearer form)

وبدون وجود اية سجلات لمالكيها اصبح يستوجب وجود وكلاء مركزين (Central Agents) او بيوت معاوضة او مقاصة (Clearing Houses) تكون مهمتها الاحتفاظ بالسندات بالنيابة عن المشتركين في السوق وتسجيل التحاويل فيما بينهم، بينما تبقى السندات في نفس الوقت بالحفظ الامين لدى هذه البيوت، وقد اسس لهذا الغرض في بروكسل عام 1968 ما يسمى بـ اليورو كلير(Euroclear) ثم تبعه في لوكسمبورغ عام 1971 منافس اخر هو السيدال (Cedel).

كما اسس في عام 1969 المؤسسة الدولية للمتعاملين بالسندات (Association of International Bond Dealers, AIBD) كجهاز منظم لسوق السندات العالمي، حيث كان لهذه المؤسسة دور فعال في توحيد اسس التعامل في السوق الثانوي، وتنظيم جهود كل من اليورو كلير والسيدال، والعمل كممثل للسوق في علاقاته مع السلطات الوطنية واسواق رأس المال المحلية.

انواع السندات

السند ذو سعر الفائدة العائم (Floating Rate Notes)

لقد ظهرت السندات ذات سعر الفائدة العائم (F R Ns) لاول مرة عام 1970 عندما اصدرت لمصلحة الطاقة الكهربائية الايطالية بضمان الحكومة الايطالية وقد انتشر استعمالها بعد ذلك، الا ان استخدامها في سني حياتها الاولى كان من قبل المقترضين الصناعيين، وقد ساعد في انتشارها انها تميزت بفترة استحقاق اطول من تلك التي كانت تقدمها القروض المجمعة مع الابقاء على ميزة سعر الفائدة العائم المستعمل في القروض المجمعة.

ولقد نما هذا النوع من السندات وتضاعف حجمه عدة مرات خلال الربع الأخير من القرن الماضي حيث ان البنوك التي توسعت كثيرا في مجال القروض المجمعة

اصبحت بحاجة للاموال لمقابلة هذه القروض وقد وجدت البنوك في السندات ذات سعر الفائدة العائم مصدر تمويل ملائم لعملياتها .

ويتغير سعر الفائدة على هذا النوع من السندات كل نصف او ربع سنة وذلك حسب تغير سعر فائدة الايداع لاجال ستة او ثلاثة اشهر في سوق اليورو (Euro Market) ويسعر على اساس نسبة علاوة تبلغ في الغالب 0,25 في المائة فوق سعر الاقراض بين البنوك في سوق لندن (LIBOR) وقد يستعمل هامش مثل 1/8 الواحد في المائة وهامش مثل الواحد في المائة ايضا، فلو كان مثلا سعر اللايبور 4,5% وكان الهامش المتفق عليه 0,25% فان سعر فائدة السند ذو سعر الفائدة العائم سيكون 4,75% .

وقد تصدر هذه السندات باسعار فائدة معومة يتوقف تعويمها عند سعر فائدة يكون محدداً عند الاصدار كحد ادنى (ارضية) لا يجوز ان ينخفض دونه، وذلك لحماية المستثمرين من انخفاض حاد في اسعار الفائدة قصيرة الأجل من جهة, وتمكينهم من تحقيق ارباح راسماليه في حال انخفاض اسعار اللايبور عن ذلك الحد من جهة اخرى. ان استحقاق هذا النوع من السندات غالبا ما يتراوح بين 5 و 7 سنوات وقد تكون قابلة للأطفاء (Callable) بعد سنتين او ثلاث سنوات، ويعتبر تداولها في السوق الثانوي نشط جداً.

وفي معرض حديثنا عن هذا النوع من السندات لا بد من الاشارة الى السندات ذات سعر الفائدة العائم القابلة للتحويل (Convertible F R N) والتي يمكن ان تصدر بسعر فائدة عائم كما ذكر سابقا مع اعطاء الخيار لحاملها وخلال سنوات محددة من عمرها بتحويلها الى سندات ذات سعر فائدة ثابت .

السند القابل للتحويل لاسهم (Equity Convertible Bond)

وهو سند ذو سعر فائدة ثابت واجل معلوم يعطي حامله حق خيار تحويله الى

اسهم في راس مال الشركة المقترضة على اساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند اصدار السند ويطلق عليها اصطلاح (Convertibles). فلو ان سندات من هذا النوع صدرت بسعر تحويلي (Conversion Price) يبلغ 9 دولار للسهم، فنستطيع بكل سند قيمته 1000 دولار شراء 111,11 سهم (1000+9) والقيمة التحويلية (Conversion Value) للسند يمكن قياسها بعدد الاسهم مضروباً بسعر السهم في السوق، فلو كان السهم يباع في السوق بـ 10,5 دولار فستكون القيمة التحويلية 1176 دولار (10,5×111,11) لكل سند او بسعر 116/67% اي ان الربح سيكون 167 دولار لكل سند، اما لو كان السهم يباع في السوق بـ6,5 دولار فستكون القيمة التحويلية722 دولار (6,5×111,11) لكل سند او بسعر 72,22% اي ان الخسارة ستكون 278 دولارا، لكن الواضح من مجريات الامور في الاسواق ومن خلال عمليات المراجحة (الأربتراج) ان سعر السند يرتفع او ينخفض مع ارتفاع وانخفاض سعر السهم وبنفس النسبة تقريبا مما يحد من ممارسة خيار التحويل والتي تبقى رهنا لتوقعات ارتفاع سعر السهم في المستقبل.

ان المستثمرين في هذا النوع من السندات عادة ما يكونوا افرادا او مؤسسات تدير الحقائب المالية للافراد، ويحتاج التعامل بهذا النوع في السندات الى درجة عالية من المهارة والخبرة وذلك نظرا لتذبذبها الكبير في الاسواق الثانوية ولحاجتها الى الفهم الواسع والدقيق لاسواق الاسهم والسندات. فاستنادا لنظرية التمويل يكون المستفيد الأكبر من اصدار السندات عادة حملة الأسهم، حيث يؤدي الرفع المالي الناتج عن اصدار السندات الى ارتفاع ارباح السهم EPS وبالتالي سعره.

ويهدف هذا النوع من السندات والذي يكون سعر الفائدة عليه ادنى من سعر السوق الى تعويض حامل السند باعطائه خيار شراء اسهم بسعر محدد سلفاً وبالتالي تمكينه من الأستفادة من تحمل مخاطرة السهم والتي تزيد بكثير عن مخاطرة السند.

ولم ينل هذا النوع من السندات حظه الواسع من الانتشار كما في الانواع الاخرى من السندات حيث ان حجم عملياتها لا يزال اقل بكثير من السندات غير القابلة للتحويل لاسهم (Straight Bond) ويعود ذلك بشكل أساسي الى ميل مدراء المحافظ والمستثمرين الى تلافي مخاطر الأسهم عند الأستثمار في السندات. وبشكل عام يمكن القول انه كلما طالت مدة استحقاق هذه السندات كلما كان ذلك افضل للمصدر، لذلك فاننا نجد ان استحقاق مثل هذه السندات قد يصل احيانا الى ٢٠ عاما.

السند ذو الضمان بالتملك (Bond With Warrants)

وهو ايضا سند ذو سعر فائدة ثابت واجل معلوم يعطي حامله الحق بالاكتتاب في رأسمال الشركة المقرضة على اساس سعر محدد عند الاصدار.

ويتميز هذا النوع من السندات بامكانية فصل حق الضمان بالتملك عن السند نفسه والتداول بكل منهما على انفراد، وغالبا ما يتم فصل الضمانات عن السندات وتداولها في السوق الثانوي.

ويكون الحصول على السندات ذات الضمان بالتملك مغريا كلما ارتفع سعر اسهم الشركة المقترضة لان ذلك سيرفع السعر السوقي للسند، وعلى العكس من ذلك فان انخفاض سعر السهم سيجعل الحصول على هذا النوع من السندات غير مغر للمستثمر، وحيث ان هذه السندات شديدة الحساسية لارتباطها باسهم الشركات المقترضة والتي لحامل السند الحق التملك فيها فان المتعاملين في هذه السندات هم في الغالب من المضاربين.

السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق
(Extendable and Retractble Bonds)

هناك نوع من السندات يتميز بقابليته للتمديد، وهذا يعني ان هذه السندات

تعطي المستثمر الخيار للاستمرار في الاحتفاظ بالسند بعد تاريخ استحقاقه لعدد معين من السنين وبنفس سعر فائدته الاصلي او استلام قيمته عند تاريخ الاستحقاق، واذا لم يمارس المستثمر هذا الحق عند تاريخ استحقاق السند فان هذا السند يعتبر مستحق التسديد من قبل المقترض بتاريخ استحقاقه.

وهناك نوع اخر من السندات يتميز بقابليته للدفع المسبق، وهذا يعني ان للمستثمر بهذا النوع من السندات الخيار بتقديم هذه السندات للمقترض لدفع قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق بعدد معين من السنين او الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، واذا لم يمارس المستثمر هذا الحق فان هذه السندات تعتبر مستحقة التسديد من قبل المقترض بتاريخ الاستحقاق.

السندات القابلة للاطفاء والسندات القابلة للشراء
(Sinking & Purchase Funds)

يمكن ان تكون قيمة السندات قابلة للاطفاء التدريجي خلال حياتها اي ان المقترض يلتزم بدفع قيمة السندات للمستثمر بها خلال مدة حياتها وبحيث يتم اطفاءها بالكامل بتاريخ الاستحقاق، وهذا يتطلب في العادة ان يقوم المقترض بشراء هذه السندات بقيمتها الاسمية في اخر يوم من كل فترة اطفاء، فاذا كانت فترة الاطفاء سنوية فان ذلك يتم في اخر يوم من ايام السنة، اعتباراً من تاريخ الأصدار.

كما يمكن ان تكون قيمة السندات قابلة للشراء وذلك عندما يتعهد المقترض بشراء عدد معين من السندات اذا ما تم تداولها في السوق باقل من سعر معين خلال فترة معينة، وغالبا ما يكون هذا الترتيب مرتبطا بتداول السندات باقل من سعرها الاسمي (Discount From Par).

وان موضوع الاطفاء والشراء هذا يؤثر على متوسط عمر السند (Average

Life)، حيث ان متوسط عمر السند هو في الاصل للتعبير عن اثر الاطفاء والشراء على استحقاق السند، ذلك لانه المتوسط الموزون لاستحقاق كل السندات العائدة لاصدار معين، فلو ان اصدار سندات تم بمبلغ (100) مليون دولار لمدة عشرة سنوات وقابل للاطفاء ابتداء من السنة الرابعة وحتى السنة التاسعة بمبلغ (12) مليون دولار سنويا، فان متوسط عمر السند هو 7,48 سنة محسوبة كما يلي:

الشكل (4-1)

السنة	المبلغ المدفوع	عدد السنين × المبلغ
1	0	0
2	0	0
3	0	0
4	12	48
5	12	60
6	12	72
7	12	84
8	12	96
9	12	108
10	28	280
10	100 مليون	748

متوسط عمر السند = $\frac{748}{100}$ = 7,48 سنة

السندات القابلة للطلب (Bonds by Optional Call)

في بعض اصدارات السندات، يكون للمقترض في بعض الاحيان الخيار لشراء بعض او كل سنداته من سوق السندات وذلك بسعرها الأسمي مضافا اليه علاوة

اطفاء مسبق حيث تنخفض هذه العلاوة تدريجيا لتصبح صفراً في موعد استحقاق السند. وهذا ما يسمى بالطلب (Call) حيث يبدأ ذلك في الغالب بعد عدد معين من السنين بعد الاصدار ويستمر حتى تاريخ الاستحقاق. ويرجع سبب علاوة الأطفاء الى عدالة تعويض حامل السند في حال انخفاض اسعار الفائدة حيث سيلجأ المصدر الى اطفاء السندات عن طريق قروض مصرفية واصدارات جديدة (اعادة التمويل) مما سيحرم حامل السند من العلاوة فوق القيمة الأسمية المترتبة على انخفاض اسعار الفائدة.

السندات العالية المردود (High Yield Securities)

ان السندات ذات المردود العالي لم تكن حتى الان، ومع بعض الاستثناءات البسيطة، جزءا من سوق سندات اليورو، مع ان هذه السندات كانت دائما تعطي مردودا اعلى من المردود الذي تعطيه السندات التقليدية وبمخاطرة اقل في بعض الاحيان.

ولالقاء الضوء على هذا النوع من السندات سننظر الى سوق السندات الامريكي المختص بهذه السندات، حيث تمت مأسسة هذا السوق من قبل بنك الأستثمار Drexel Burnham, Lambert والذي تمت تصفيته عام 1990 على اثر اكتشاف مخالفات وممارسات مخالفة لقانون الأوراق المالية الأمريكي. الا ان هذا البنك نجح في فتح المجال امام عدد كبير من الشركات ذات المخاطر العالية والتصنيف الأئتماني المتدني للتمويل باصدار السندات، فالمبدأ حسب النظرية هو تعويض المخاطرة العالية بعائد استثمار مرتفع. وقد كان اكبر المستفيدين من هذه الأصدارات مدراء الشركات من خلال اصدار السندات المذكوره واستعمال حصيلتها لشراء حصص بقية المساهمين.

ويمكن تعريف السندات ذات المردود العالي بانها السندات المصنفة ائتمانيا باقل

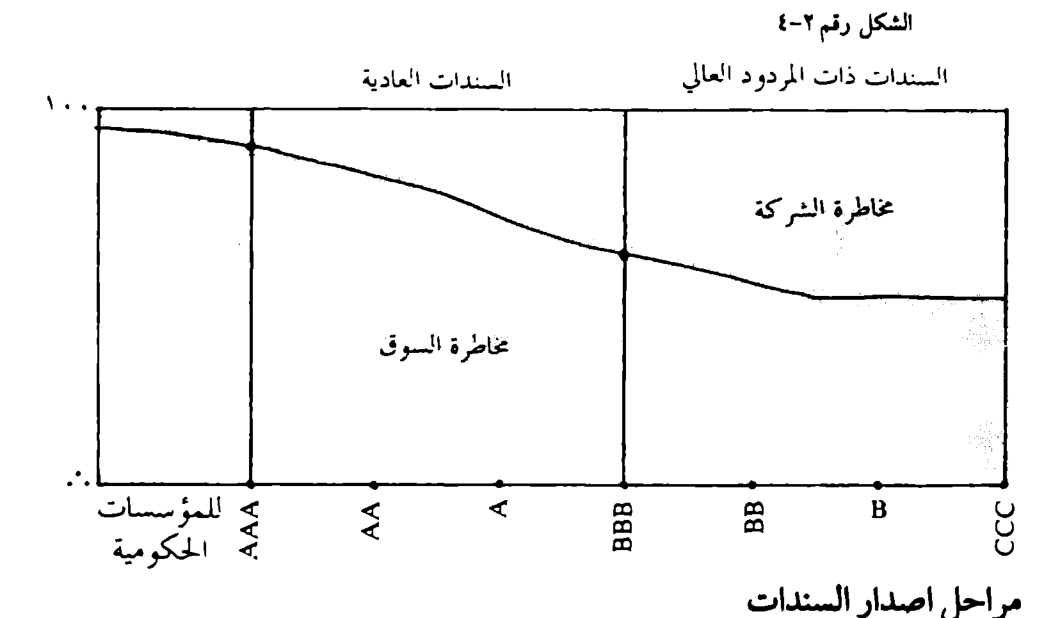
من (BBB) حسب معايير التصنيف التي ذكرناها سابقا، وقد تكون سندات قابلة للتحويل لاسهم (Convertible Bonds) او غير قابلة للتحويل لاسهم (Straight Bonds) كما يمكن ان تكون سندات ذات سعرفائدة متغير (FRNs). ومصدرو هذه السندات متنوعون تماما وغالبا ما يكونوا شركات ذات نمو سريع، وتجهيز متكرر حيث يعتبر سوق هذه السندات مصدر تمويل اضافي لرأس المال للمؤسسات والشركات التي كانت تقليديا تعتمد على الاقتراض المباشر من البنوك.

وقد ساعد في نجاح سوق السندات ذات المردود العالي والتي اطلق عليها فيما بعد كنية Junk Bonds اي "السندات الخردة" كون المردود عليها عال جداً بالنسبة لتقدير السوق لمخاطرها العاليه. وقد دلت التجربة على ان المخاطرة الفعلية المتمثلة بحالات عدم الدفع لم تتجاوز 10% في اصعب الأوقات وتراوحت في الأحوال العادية حوالي 3% مما حدا بكثير من المحافظ الدوليه المدارة الى شمول هذه السندات ضمن موجوداتها وبالتالي الى نجاحها كأداة تمويل دولية.

تقسم نظريات الاستثمار الحديثة مخاطرة السندات الى نوعين هما مخاطرة السوق (Market Risk) ومخاطرة الشركة (Company Risk) والنوع الاول هو الذي يتضمن عوامل الاقتصاد العامة كمستوى سعر الفائدة، وعوامل الصناعة المختلفة، وهو مالا يمكن الحد منه عن طريق تنويع السندات المشتراه، في حين ان النوع الثاني والذي يتضمن مخاطر الشركة نفسها، كمخاطرة عدم الوفاء (Default Risk) وهو ما يمكن الحد منه بشكل كبير عن طريق التنويع اوما يسمى بـ (Diversification).

وفي دراسة مكونات هذه المخاطر لكل من السندات العادية والسندات ذات سعر الفائدة العالي يتبين وكما يظهره الشكل التالي ان مخاطرة السوق تشكل ما نسبته 85-90% من مجموع المخاطرة بالنسبة للسندات العادية في حين ان مخاطرة الشركة تشكل النسبة الكبرى بالنسبة للسندات ذات المردود العالي.

الشكل رقم ٢-٤



مراحل اصدار السندات

تمرّ عملية الاتصال بالعملاء المقترضين لترتيب اصدارات سندات لهم في المراحل التالية :

المرحلة الاولى : تحديد التصنيف الائتماني للمقترض

تقوم البنوك بالتعامل في مجال اصدار السندات مع المقترضين (المصدرين) الذين يحملون تصنيفاً ائتمانيا دوليا بدرجة الأستثمار Investment Grade وهي التي لا تقل عن BBB. وقد اتجهت هيئات الرقابة على الأسواق المالية الى طلب التصنيف الأئتماني كشرط مسبق لأي اصدار سندات فاذا كان التصنيف دون BBB اي بدرجة المضاربة Speculative Grade فيجري تقييم المقترض على اساس اسمه وحجمه واصداراته السابقه، اذ يجب ان يتمتع المقترض بسمعة وبمركز جيدين يقاسا عادة بمستوى الادارة في المؤسسة وبكل من مركزها المالي والسوقي، وبتاريخها وسجلها السابق وبخططها المستقبليه(1).

(1) هنالك مؤسسات خاصة تقوم بعمليات التصنيف من اشهرها
Moody's Investtors Service Inc. Fitch Ratings Standard & Poor's Corporation
وهي تقوم بذلك مقابل المصاريف تتراوح في العادة بين ٢٥-٥٠ الف دولار امريكي.

المرحلة الثانية : تحديد المبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل

بعد ان يقرر المدير الرئيسي (Lead Manager)المقدرة الائتمانية للمقترض يجب عليه ان يحدد مبلغ القرض المطلوب، وعلى الرغم من ان المقترض يكون قد حدد المبلغ الذي ستطرح به السندات الا ان دراسة الطلب من كافة الجوانب ومراجعة كافة الفروض المبني عليها تعتبر من الامور الاساسية في هذا الموضوع.

والخطوة التالية لتحديد المبلغ هي دراسة الحاجة التمويلية للمقترض ومعرفة التمويل المطلوب وذلك للتأكد من انفاقه على نواحي انتاجية تضمن للمستثمر استعادة امواله وفوائدها، ومن البديهي في سوق الاقتراض معرفة ان الاقتراض قصير الاجل يوجه عادة لتمويل موجودات ذات درجة عالية من السيولة، مثل الذمم المدينة أو راس المال العامل التي يمكن تحويلها الى سيولة تامة خلال عام من الزمن، في حين ان الاقتراض طويل الاجل موجه عادة لتمويل موجودات ثابتة كالالات والمشاريع التي تضمن تسديد القرض المطلوب على مدى حياته الانتاجية.

المرحلة الثالثة : تحديد بدائل التمويل المتاحة

على ضوء المعطيات السابقة يقوم المدير الرئيسي بطرح البدائل المختلفة للمقترض والتي يمكن ان تشمل الاقتراض عن طريق القروض المجمعة، والاقتراض عن طريق السندات ذات سعر الفائدة الثابت، والسندات ذات سعر الفائدة العائم، والقروض العادية من البنوك وقروض الصادرات، والقروض المشتركة. . . الخ، كما يحدد المدير الرئيسي ايضا تكلفة كل نوع من البدائل المتاحة، وذلك بهدف المحافظة على هيكل راس المال الأمثل والحد الأدنى لمعدل كلفة الأموال المرجحة WACC.

ومن الامور التي تؤخذ بعين الاعتبار عند الاقتراض بعملات اجنبية فروق اسعار العملة وفروق اسعار الفائدة والتي على ضوئها تطرح بدائل العملات المختلفة للاقتراض .

المرحلة الرابعة : الشروط والاسعار المقترحة للبديل المختار

بعد ان يتم تحديد التصنيف الائتماني للمقترض ، والمبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل ، وبعد دراسة وتحديد بدائل التمويل المختلفة المتاحة ، يتم تقديم عرض السندات والذي يتضمن كل المعلومات الضرورية واللازمة للمقترض والتي على اساسها يقرر اختياره . والشكل (4-4) يبين مثالاً لعرض سندات :

	أ	ب	جـ	د
المبلغ بالملايين Amount (Millions)	50	50	40	30
الاستحقاق Maturity (Years)	5	7	8	10
سعر الفائدة (٪) Annual Coupon	%83/4	%9	%9	%91/4
سعر الأصدار Offering Price	%100	%100	%991/2	%991/2
المردود عند انتهاء الاجل (١) Yield to maturity				
- على اساس الخصم السنوي Annual discounting	%8.75	%9	%9.09	%9.33
- على اساس الخصم النصف سنوي Semi-annual	%8.94	%9.20	%9.30	%9.55
متوسط العمر Average life (Years)	5	6	7	8
فترة عدم طلبها (٢) Non-call period (Years)	3	4	4	4
العمولات (٪) Commisions	%2	%2.25	%2.25	%2.5
المصاريف (بالالاف) Expense reimbursement	75	75	75	75

(١) وهو ما يسمى ايضا بالريع الاطفائي والذي سنأتي لاحقاً على طريقة احتسابه ، حيث يمكن احتسابه علي اساس سنوي أو على اساس نصف سنوي ، والاساس النصف سنوي يفترض ان الفائدة التي ستسلم خلال السنة سيعاد استثمارها حتى نهاية السنة الامر الذي يجعل هذا المردود الاساس سنوي

(٢) وهي الفترة التي لا يستطيع خلالها مصدر السندات طلب تسديدها قبل استحقاقها

ومع ان هناك معلومات اخرى تقدم احيانا مع العرض الا ان المعلومات المذكورة سابقا هي في العادة اهم المعلومات التي تقدم والتي تعتبر ضرورية لاختيار العرض الافضل .

وفي مجال دراسة عروض السندات لا بد من توضيح بعض الامور المتعلقة بالمردود (الريع الاطفائي) وطريقة احتسابه ، والعمولات والمصاريف التي تتضمنها في العادة عروض السندات ، بالاضافة الى بعض المفاهيم الفنية في السندات وبعض الميزات التي تتصف بها .

العائد على السندات (Yield)

ان تحديد سعر السند يعتمد على كل من مردوده الجاري (Current Yield) والمردود عند انتهاء الاجل أو العائد لأجل الأستحقاق (Yield to maturity) . والمردود الجاري للسند يتحدد بمعرفة كل من سعر فائدته وسعره السوقي والقانون المستعمل لذلك هو :

$$\text{المردود الجاري} = \frac{\text{الكوبون}}{\text{السعر السوقي}} \times 100$$

اما المردود عند انتهاء الاجل فهو السعر الذي يخصم كل الدفعات المستقبلية لمبلغ السند بالاضافة للفوائد لقيمتها الحالية بسعر الفائدة الجاري للمدة المتبقية . والقانون المستعمل لذلك هو :

$$\text{المردود عند انتهاء الاجل} = 100\times \frac{\text{سعر الفائدة} + (100 - \text{سعر الشراء})^{(1)} \div \text{عددالسنين}}{\text{سعر الشراء}}$$

ولتحديد المردود عند انتهاء الاجل تستعمل عادة الات حاسبة متخصصة اكثرها انتشارا آلة HP12C وتليها آلة HP17B/19B حيث تستعمل هذه الحاسبات لأحتساب اسعار السندات في السوق الثانوي والمردود عند الأستحقاق والعائد الداخلي

---

(١) $\text{سعر الشراء} = \frac{1+\text{سعر الفائدة} \times \text{عدد السنوات المتبقية}}{1+\text{المردود عند انتهاء الاجل} \times \text{عدد السنوات المتبقية}}$

للأستثمار في جميع أنواع السندات .

العمولات والمصاريف

هناك عمولات ومصاريف يتم احتسابها على اصدارات السندات، تصل في اسواق سندات اليورو حوالي 4%، فاصدار سندات بمبلغ (50) مليون دولار مثلا يترتب عليه عمولات تبلغ حوالي مليوني دولار ويمكن تقسيمها كما يلي :

١- عمولة ادارة (Management Fee)

وهي العمولة التي يقتسمها المدير الرئيسي مع البنوك الاخرى المشاركة في الاصدار وغالبا ما يأخذ المدير الرئيسي حصته من هذه العمولة اولا ليتم بعدها اقتسام الباقي بين البنوك الاخرى المشاركة، وتتراوح نسبة هذه العمولة في اصدارات سندات اليورو بين 0,375% - 0,500% .

٢- عمولة التغطية (Underwriting Fee)

وهي عمولة يتم اقتسامها بين متعهدي التغطية بنسبة التزاماتهم بالتغطية، اي بنسبة الحصة التي يتعهدون بشرائها في حالة عدم شرائها من المستثمرين، وهذه العمولة ايضا تتراوح في اصدارات سندات اليورو بين 0,500 - 2,00%، حيث ترتفع هذه العمولة بارتفاع مخاطرة الأصدار نسبة الى العائد المتوقع منه في نظر السوق مما قد يؤدي الى صعوبة بيعه .

٣- عمولة البيع (Selling Concession)

وهي عمولة البنوك التي تبيع السندات للمستثمرين وتستفيد منها كل البنوك المعنية، فالبنك المدير والبنوك المشاركة كل يستفيد بالقدر الذي يتناسب وحصته في البيع، وتتراوح هذه العمولة في سوق سندات اليورو بين 1,25% - 1,50% .

ويتأثر مبلغ هذه العمولات بمركز المقترض وقوته التفاوضية، فالمقترض من

الدرجة الاولى والذي يتميز بسمعة جيدة يستطيع الحصول علي اصدار سندات مقابل عمولات اقل، فعمولة متعهد التغطية على سبيل المثال تقل كلما كانت سمعة المقترض ومركزه اقوى وتزيد كلما كان المقترض في موقف اضعف وكان تردده على السوق مستمرا.

بالاضافة لهذه العمولات هناك مصاريف مختلفة تترتب على عمليات الاصدار يجب على المقترض اخذها بعين الاعتبار لانها تؤثر على المردود الفعلي (Effective Yield) للأصدار، والذي يمثل الكلفة الفعلية للمقترض، بالاضافة الى مجمل الهامش الذي ذكر سابقا بمصاريف متعهد التغطية (Underwriters Expenses) ومصاريف المصدرين (Issuers Expenses) ومصاريف التصنيف (Rating Expenses) وذلك لانها في مجملها تشكل تكلفة الاموال التي يجب على المقترض ان يدفعها قبل ان توضع حصيلة السندات تحت تصرفه، والتي تعتبر ايضا ضرورية حتى يستطيع متعهدو التغطية السير في عملية ترتيب الاصدار وانجازه، وتتضمن هذه المصاريف مصاريف التلفون والتلكس، والبريد والطباعة، والسفر، والدعاية، والاستشارات القانونية، وتغليف وتسليم السندات، والتوقيع، والمتفرقة.

التعامل بالسندات في كل من السوق الأولي والسوق الثانوي

ان البنوك والشركات المالية هي في العادة حلقة الوصل بين كل من المقترضين والمستثمرين في سوق السندات الأولية (Primary Market) حيث يقوموا بالاتصال بالمقترضين للترتيب معهم على الامور التي تتعلق باصداراتهم وبالمستثمرين لاعلامهم بكل التفاصيل المتعلقة بهذه الاصدارات.

وعندما يقرر المقترض التقدم للسوق، يقوم بتعيين بنك لادارة اصداره حيث يقوم هذا بدوره بتنظيم تجمع من عدة بنوك استثمار يسمى (Syndicate) ليقوم هذا التجمع بترتيب الاصدار وبيعه، ويسمى هذا البنك الاول بالبنك المدير -Lead Man)

(ager) اما البنوك الاخرى التي قبلت الدعوة فيمكن تقسيمها الى ثلاث مجموعات، الاولى، تسمى البنوك المشاركة (Co-managers) وهي اكبر البنوك في المجموعة، والثانية تسمى متعهدو التغطية (Underwriters) وهي البنوك الاصغر في المجموعة، والثالثة تسمى المجموعة البائعة (Selling Group) وهي التي تقوم بعملية البيع للسندات، وهناك ثلاثة تواريخ مهمة في مجال اصدار السندات في السوق الاولي :

أ- يوم الاعلان (Announcement Day)

وهو يوم دعوة كل من المدراء المشاركين ومتعهدي التغطية والبنوك البائعة من قبل البنك المدير، ومتى تم ذلك تستطيع البنوك سواء دغيت للمشاركة ام لم تدع اعلام عملائها بالاصدار وبشروطه، ويستطيع المتعاملون (Dealers) بعدها اذا اختاروا ذلك بدء التعامل المسبق بالسندات حيث يسمى هذا السوق بـ (Grey Market) وهو سوق غير منظم او مراقب كليا.

ب- يوم العرض (Offering Day)

وهو يوم بدء التعامل الرسمي حيث ان العقود التي تم الاتفاق عليها قبل هذا اليوم لا تصبح رسمية وفعالة الا بعده، وغالبا ما يكون العرض موافقا تماما لما ورد في يوم الاعلان الا ان أي خلاف بينهما يحكمه يوم العرض.

جـ- يوم الاغلاق (Closing Day)

وهو يوم دفع قيمة السندات من قبل المجموعة لمصدر هذه السندات ويوم دفع قيمة السندات من قبل المستثمر للمجموعة، وبالتالي فان يوم الاغلاق هو يوم التسوية النهائية للعملية.

اما بالنسبة للسوق الثانوي، فيبدأ التعامل به فورا بعد اغلاق الاصدار وهو يختلف عن (Grey Market) في انه منظم ومراقب تماما من قبل المؤسسة الدولية

للمتعاملين بالسندات (A I B D)، وعلى الرغم من ان سندات اليورو تكون عادة مسجلة في بورصة لندن او لكسمبورغ الا انه يمكن تداولها بواسطة التلفونات والتلكسات في جميع انحاء العالم، ويوجد في الوقت الحاضر 128 متعاملا معترفا بهم من قبل المؤسسة الدولية للمتعاملين بالسندات موزعين على (12) منطقة جغرافية حول العالم كبريطانيا وبلجيكا والشرق الاوسط والمانيا وغيرها.

والمتعاملون بالسندات يبيعون ويشترون متخذين مراكز (Positions) على عكس الوسطاء والوكلاء (Brokers & Agents)، فالمتعاملون يعرضون اسعار شرائهم وبيعهم للسندات (Bids & Offers) ويستفيدون في اغلب الاحيان من الهامش بينهما، والذي يبلغ في الغالب في اصدارات سندات اليورو حوالي نصف بالمائة الا انه يمكن ان يكون اكثر من ذلك حيث انه يتأثر بعوامل مختلفة مثل درجة السيولة وتذبذب السعر في السوق وغيرها.

واسعار السندات متوسطة وطويلة الاجل تعطى كنسبة من القيمة الاصلية فعندما يعطى سعر مثل 99,25-98,75 في سوق سندات اليورو فان هذا يعني ان المتعامل يشتري بسعر 987,50 دولار لكل سند قيمته 1000 دولار ويبيع بسعر (992,50) دولار لكل سند قيمته 1000 دولار فكل نقطة اي 1% تساوي 10 لكل الف و 100,000 لكل مليون.

اما بالنسبة لتاريخ التسوية لقيمة السندات المباعة اوالمشتراه (Settlement Date) فانه يكون حسب الاتفاق الذي تتم عنده الصفقة، وفي سوق سندات اليورو تتم التسوية عادة حتى سبعة ايام.

ووجود المتعاملين في السوق الثانوي ضروري جدا لاعطاء ميزة السيولة للسندات فكلما زاد عدد المتعاملين في اصدار معين من السندات كلما تميزت سندات

هذا الاصدار بدرجة عالية من السيولة، ومن الامور المهمة التي تقرر تعامل السوق في سندات الاصدارات ايضا حجم الاصدار وشروطه والدرجة الائتمانية للمقترض.

العوامل التي تؤثر على سعر السند

يمكن تقسيم العوامل التي تؤثر على سعر السند الي مجموعتين، الاولى وهي العوامل المحيطة بالسند اي من خارج السند، والمجموعة الثانية وهي العوامل المكونة للسند اي من داخل السند.

المجموعة الاولى:

١- سعر الفائدة (Interest Rate)

من المعروف بشكل عام ان تغيير مستوى سعر الفائدة لعملة معينة سوف يؤدي الى تعديل في مستويات اسعار السند بحيث تعطى كل السندات المتشابهة في الاستحقاق والنوعية مردودا متقاربا.

٢- عملة السند (Currency)

اذا انخفض سعر عملة معينة مقابل العملات الرئيسية الاخرى، فان اقدام المستثمرين في سندات هذه العملة على بيع سنداتهم سوف يؤثر سلبيا على سعر هذه السندات.

٣- مميزات السند (Bond Characteristics)

اذا تغيرت احدى مميزات السند الرئيسية فان هذا التغيير سوف ينعكس على سعر السند نفسه، فانخفاض درجة السند الائتمانية مثلا لابد وان تخفض سعر السند.

٤- العوامل الفنية (Technical Factors)

ان سعر السند يتأثر بالكثير من العوامل الفنية المحيطة، فلو على سبيل المثال كان وضع المتعاملين في السوق قصيرا (Short) فان اقدام المتعاملين على شراء السندات لتغطية اوضاعهم سوف يؤدي الى رفع سعر هذه السندات.

المجموعة الثانية:

١- تاريخ الاستحقاق (Maturity)

يمكن من وجهة نظر المستثمرين القول انه كلما طالت مدة استحقاق السند كلما كانت درجة المخاطرة اعلى وبالتالي كلما كان المردود المطلوب اعلى، كما انه كلما طالت مدة استحقاق السند ايضا كلما كانت فرصة التذبذب في السعر اعلى مما يعني ان طول مدة حياة السند لابد لها وان تؤثر على مردوده، الامر الذي يتطلب التحوط لذلك من خلال استراتيجية استثمارية واضحة، فاذا كان هناك توقع لانخفاض سعر الفائدة فعلى المستثمرين التبديل للسندات ذات الاجال الطويلة حتى يضمنوا تحقيق الارباح الأستثنائية.

٢- الدفع (Payment)

يمكن ان تكون قيمة السند قابلة للدفع عند الاستحقاق (At Maturity) اي ان قيمتها تدفع من قبل المقترض مرة واحدة في نهاية حياة السند وهذا ما يسمى (Bullet Repayment) ويمكن ان تكون قابلة للدفع على طول حياة السند وعلى فترات متعددة قبل تاريخ الاستحقاق النهائي وهذا ما يسمى (Sinking Fund).

٣- درجة السيولة (Liquidity)

وهي تعكس القدرة على بيع او شراء السند في السوق الثانوي، ومن الامور التي تعكس درجة سيولة السند حجم الاصدار والمدة المتبقية من عمره،

فكلما زاد حجم اصدار السند ومدته المتبقية كلما زادت درجة سيولته .

٤- ملاءة المقترض الائتمانية (Borrower's Credit)

ان درجة المقترض الائتمانية تؤثر على انجاز السند، فتدهور هذه الدرجة تقلل من قيمة السند في السوق وزيادتها تزيد من قيمة هذا السند .

٥- المردود (Yield)

ان المردود على السند والذي يعبر عنه كنسبة مئوية هو الاساس لادوات الدين المختلفة، والمردود قد يكون جار (Current Yield) وقد يكون لتاريخ الاستحقاق (Yield to Maturity) وقد تم شرح كل منهما سابقا .

٢- القروض المجمعة Syndicated Loans

مقدمة

يعتبر اسلوب التجمع في القروض من الطرق الحديثة للتزود بالاموال بفعالية وكفاية عالية، والقرض المجمع هو قرض كبير نسبيا يتم تأمينه بالنيابة عن المقترض وذلك عن طريق مجموعة من البنوك المقرضة، وعادة ما تكون مبالغ هذه القروض كما ذكرنا كبيرة، فمتوسط هذه القروض في السوق الاوروبي يبلغ حوالي (100) مليون دولار كما ان اكبر قرض تجمعي تم حتى الان كان في حدود الخمسة بلايين دولار. ولكون المبلغ المراد اقتراضه كبيرا فيكون من الصعب على بنك واحد ان يتحمل عبء كامل العملية من ميزانيته الخاصة فيقوم هذا البنك ببيع المشاركات الى مقرضين اخرين لتوزيع المخاطرة والمشاكل المحتملة، وغالبا ما يعين المقترض بنكا واحدا او اكثر وحسب حجم القرض لادارة العملية بحيث يكون من مسؤولية هذا الاخير تجميع القرض وتوزيعه بين البنوك الاخرى .

وغالبا ما تكون القروض المجمعة بالدولار على الرغم من وجود قروض مجمعة بعملات اخرى مثل اليورو والدولار الكندي والفرنك السويسري، ويعتبر سوق القروض بعملات غير الدولار سوقاً محدوداً وكفاءة المشتركين فيه محدودة ايضا، وقد يتم منح قرض بالدولار الامريكي بحيث يعطي هذا القرض للمقترض فرصة اختيار سحب القرض بعملات اخرى بدلا من الدولار اذا كانت مثل هذه العملات متوفرة للمقترضين، وهذا ما يعرف بخيار تعدد العملات (Multi Currency Op-tion) وان مثل هذا الخيار خاضع لتوفر العملة المطلوبة لجميع المقرضين، فاذا توفرت هذه العملات فانه يتم تحويلها في بداية كل فترة فائدة بالسعر الاني المعادل للدولار، واذا ما تقرر ابقاء القرض بنفس هذه العملة لفترة الفائدة التالية فسيكون هناك سعر معدل يعتمد على درجة التذبذب للسعر الاني عن السعر الذي استعمل للفترة السابقة، وعادة ما يسمح بان تكون هذه القروض بثلاث او خمسة عملات على الاكثر، وخيار تعدد العملات مفيد للمقترضين مثل الشركات متعددة الجنسيات التي لديها تدفقات بعملات اخرى غير الدولار حيث يتيح لها فرصة الاستفادة من تغير اسعار العملات الاجنبية وتغير الفوائد عليها وتوزيع مخاطر تقلبات العملة.

وحيث ان معظم عمليات الاقتراض الاجنبي تتم باليوردولار (Eurodollar) اي بالدولارات الحرة التي يتم التعامل بها خارج الولايات المتحدة الامريكية، فان حديثنا عن القروض المجمعة سيتركز على هذا النوع من القروض حيث سنتناول كل الامور المرتبطة بها.

ميزات القروض المجمعة

يتم في العادة اختيار القروض المجمعة كمصدر تمويلي للاسباب التالية:

١- تنويع مصادر الأقتراض (Diversification of debt sources)

تعطي القروض المجمعة البديل للمدير المالي الذي يريد ان يوازن مصادر الاموال المختلفة مع الحاجات المالية للمشروع، فهذا النوع من القروض يمنح مصادر اضافية للاقتراض بالاضافة الى انه يخلق مزيدا من العلاقات البنكية بين المشروع والبنوك التي يتعامل معها.

٢- الدعاية المالية (Financial Publicity)

تعتبر القروض المجمعة من الوسائل الممتازة التي تعطي الدعاية والترويج في الاسواق المالية، حيث يمكن لكثير من الشركات ان تعرف في السوق وبالتالي تعطى دعاية قوية عن طريق هذه القروض.

٣- السرعة (Speed)

يمكن عن طريق القروض المجمعة الحصول وبسرعة على كمية كبيرة من الاموال اللازمة، وقد كان لتوفر وسائل الاتصال الممتازة والموظفين الذين لديهم خبرة، الاثر الكبير في ذلك.

٤- التكلفة (Cost)

ان تكلفة القروض المجمعة تقاس عادة بسعر الفائدة الاساسي المعوم والهامش الذي يعطى فوق هذا السعر، ولتقدير الكلفة التي يجب على المقترض ان يتحملها على القرض يجب عليه مقارنة كل من السعر الاساسي والهامش مع تكلفة مصادر التمويل الاخرى المتاحة له.

اما بالنسبة للسعر الاساسي (Base Rate) فتجدر الاشارة هنا الى ان سعر اقراض البنوك الامريكية لافضل عملائها (U.S. Prime Rate) لا يعتبر سعرا

سوقيا مثل سعر الاقراض بين بنوك لندن (LIBOR) ذلك لان حركة الاخير لا تخضع لاية مراقبة او قيود خلال دورة اسعار الفائدة كما هي الحال في حركة الاول كما وان السعر الأمريكي الأساسي يزيد كثيراً عن سعر اللايبور . اما الهامش فانه يعتمد على مركز المقترض المالي وسمعته وسقف الاقتراض الممنوح له، ويشكل السعر الاساسي والهامش مضافا اليهما المصاريف الاخرى الكلفة الكاملة بالنسبة للمقترض والميزة هنا هي ان اعتماد القروض المجمعة سعر Libor يحقق لها وفراً جيداً في التكلفة قياساً بالسعر الأساسي المشار اليه .

٥- المبلغ (Amount)

يمكن من خلال القروض المجمعة تدبير مبالغ كبيرة بسرعة وبكفاية عالية من مقرضين متعددين ومن خلال قرض مجمع واحد لا يستطيع بنك واحد بمفرده تدبيره .

دور المقرضين في القروض المجمعة

توجد عدة فئات تشارك في القروض المجمعة، ويعتمد عدد هذه الفئات على حجم القرض واهميته، ومن الفئات الرئيسية التي تشارك في العادة في القروض المجمعة ما يلي :

١- المدير الرئيسي (Lead Manager)

وهو البنك الذي يفوض او يكلف خطياً بموجب Mandate بالترتيب والاعداد للقرض، وقد يكون هناك اكثر من مدير رئيسي واحد للقرض حيث يعتمد هذا على حجم القرض ودرجة تعقيده، وعادة ما تكون للمدير الرئيسي سيطرة كاملة وسلطة قضائية على الامور التالية :

- مفاوضة شروط اتفاقية القرض .

- تكوين المجموعة الادارية .

- تكوين اسلوب واستراتيجية التجميع .

- تحضير ومناقشة التعديلات المتلاحقة .

- تحديد المشاركة النهائية وتوزيع العمولات، وترتيب توقيع الاتفاقية .

- الدعاية والاعلان .

وتجدر الاشارة هنا الى انه لا بد وان يكون المدير الرئيسي ذا خبرة ومعرفة جيدة بسوق القروض المجمعة، بحيث يكون له سجل ناجح في ادارة مثل هذه القروض، لان ذلك يؤكد حصول المقترض على افضل شروط في ظل ظروف السوق المتاحة، لذلك غالبا ما يختار المقترض بنكا كبيرا كمدير رئيسي لان مثل هذا البنك يزيد من فرص نجاح القرض .

٢- المدير (Manager)

في العمليات الصغيرة يمكن استعمال اصطلاح المدير (Manager) بدل اصطلاح المدير الرئيسي (Lead Manager) وهو بذلك يمارس نفس الصلاحيات والمسؤوليات التي يمارسها المدير الرئيسي، اما في العمليات الكبيرة فان المدير يأتي بعد المدير الرئيسي .

ولا يقوم المدراء عادة بدور فعال في ادارة العمليات الكبيرة وان كان يلزم ان يوافقوا على محتويات نشرة المعلومات وشروط الاتفاقية قبل ان يتم توزيعها على المشتركين الاخرين، كما انهم قد يحضروا اية اجتماعات للادارة تعقد لتحديد وقت واستراتيجية العملية، الا ان المدراء الرئيسيين هم الذين يقومون بالدور الرئيسي في العملية ويراقبون تنفيذها .

٣- المدير المشارك (Co-Manager)

المستوى الثالث في المجموعة الادارية هم المدراء المشاركون (Co-Managers) الذين يكتتبون في العادة بمبالغ اصغر من تلك التي يكتتب بها المدراء الرئيسيون والمدراء قبل الاكتتاب العام، وكما هو الحال بالنسبة للمدراء فان هذه المجموعة لا تلعب دورا فعالا في الادراة الفعلية للعملية، ولكنهم يستلمون عمولات اكبر من تلك التي يستلمها المشاركون العامون.

٤- المشاركون العامون او المكتبون العامون (General Syndication)

ان كل بنك في المجموعة الادارية لديه حد يلتزم به في الاكتتاب ولا يرغب في تجاوزه وبالتالي فان كل ما يزيد عن الحدود المرغوب الاكتتاب بها من مجموعة المدراء الرئيسيين والمدراء والمدراء المشاركين، يطرح للمشاركة العامة او الاكتتاب العام، ويتم ذلك عن طريق الاتصال بعدد من البنوك ودعوتهم للانضمام الى القرض المجمع كمشاركين بعد ان يتم تحديد نطاق المشاركات. وكلما زاد المبلغ المشارك به كلما زادت حصة المشارك من العمولة المقبوضة، ومع ان بعض البنوك قد تعتذر عن المشاركة لاسباب وظروف مختلفة فان مجموعة كبيرة منها تكون دائما راغبة في الاشتراك في قروض التجمع هذه، ولا يتم في العادة تكوين قرض التجمع البنكي بشكله النهائي الا بعد استشارة المقترض الذي قد يكون راغبا في دعوة بعض البنوك التي يتعامل معها للاشتراك في التجمع.

٥- المنسق (Co-Ordinator)

يظهر دور المنسق في بعض عمليات قروض التجمع الكبيرة كدور المدير الرئيسي وان كان مجال الاختلاف بينهما واضحا تماما فكما بينا سابقا فان المدير الرئيسي له سيطرة كاملة وسلطة قضائية على مفاوضة شروط اتفاقية القرض

وتكوين المجموعة الادارية واسلوب واستراتيجية التجمع العام وتحضير ومناقشة التعديلات المتلاحقة بالنسبة للتوثيق بالاضافة الى تحديد المشاركة النهائية وتوزيع العمولات وعمليات الدعاية والاعلان، اما بالنسبة للمنسق فانه يلعب دورا اقل اهمية من دور المدير الرئيسي، وتأتي اهمية هذا الدور من الناحية الأستشارية حيث يعمل بين المقترض والمدير الرئيسي من جهة والبنوك المشاركة من جهة أخرى.

فبينما نرى ان المنسق على اتصال مستمر بالمقترض في كل الامور المتعلقة بالتجمع فاننا نرى ان المدير الرئيسي له يد حرة في تكوين وادارة التجمع كما يراه مناسبا.

٦- البنك الوكيل (Agent Bank)

عادة ما يكون البنك الوكيل، وان كان ليس ضروريا، احد المدراء الرئيسيين وعادة ما يبدأ دوره اعتباراً من تاريخ توقيع القرض، فالوكيل يعمل حلقة الوصل الرئيسية بين المقترض وجميع المقرضين بحيث يتعامل المقترض مع الوكيل فقط في كل الامور الادارية. ويتلقى الوكيل عمولة مقابل قيامه بوظائفه الادارية هذه والتي يمكن ان تشتمل على ما يلي:

أ - استلام حصة كل بنك مقرض عند السحب من القرض ودفعها الى المقترض.

ب-استلام جميع الاقساط والفوائد المدفوعة من قبل المقترض ودفعها الى البنوك المقرضة وفقا لحصة كل بنك، بالاضافة الى دفع عمولتي الادارة والالتزام الى التجمع.

جـ-مراقبة شروط الاتفاقية والتأكد من التزام جميع الاطراف بها.

د- توزيع الكشوفات المالية والتقارير والتأكد من الالتزام بالتعهدات المالية.

هـ- العمل كحلقة الوصل او ضابط الارتباط بين المقترض والمقرضين وبذلك لا يضطر المقترض للتعامل اداريا وعمليا مع عدد كبير من البنوك المنتشرة في اماكن مختلفة.

و- اعلام المقترض باسعار الفائدة واية امور اخرى مرتبطة بالقرض.

وثائق القرض المجمع (Syndicated Loans Documentation)

١- العرض (The Offer)

بشكل عام يوجد نوعان من العروض التي يمكن ان تقدم الى المقترضين من قبل المدراء الرئيسيين او مجموعة الادارة:

النوع الاول:

وهو ما يسمى بعرض افضل الجهود (Best efforts offer) وهو عبارة عن التزام باستعمال كل الجهود المعقولة لتكوين القرض بناء على الشروط المطلوبة. والمدير الرئيسي هنا ليس ملزما قانونيا بتزويد المقترض بالاموال اذا فشلت الجهود في السوق لدعم قرض التجمع المطلوب، اي ان تأمين القرض المجمع يعتمد على القبول العام في السوق وعلى قدرة المدير الرئيسي.

النوع الثاني:

وهو ما يسمى بعرض تعهد التغطية (Underwritten offer) وهو عبارة عن التزام البنك الرئيسي او مجموعة من البنوك بتأمين القرض بناء على شروط كتاب التكليف (Mandate Letter) بغض النظر عن قدرتهم على تسويق القرض وبذلك يكون تأمين القرض الى المقترض عملية مضمونة.

٢- مذكرة المعلومات (Information Memorandum)

يتم اعداد مذكرة المعلومات هذه من قبل المقترض، وعلى الرغم من ان المدير الرئيسي يساعد في اعدادها الا ان معلوماتها تبقى من مسؤولية المقترض نفسه، وتحتوي هذه المذكرة عادة على المعلومات التالية:

أ- ملخص عن شروط القرض (Terms & Conditions).

ب- معلومات عن المقترض (Borrower).

الخلفية والتاريخ العام، الادارة، وصف للعمليات التي يقوم بها، برامج الاستثمار، الغرض من القرض، معلومات مالية . . . الخ.

جـ- معلومات عن الكافل والضامن (Guarantor) وتشمل نفس التصنيفات المذكورة عن المقترض.

د- معلومات عن بلد المقترض (Country of Borrower)

الخريطة الجغرافية والمناخ، المصادر الطبيعية، الصناعات، التاريخ والحكومة، الاقتصاد المحلي، الاقتصاد الخارجي، النظام البنكي، معلومات احصائية.

ويتم توزيع هذه الوثيقة فقط على المؤسسات والبنوك المدعوة للمشاركة في القرض، وتعتبر وثيقة اصدار خاصة.

٣- اتفاقية القرض (The Loan Agreement)

تعتبر اتفاقية القرض الوثيقة القانونية الرئيسية، وهي تبين بالتفصيل شروط الاتفاقية التي يجري مناقشتها من قبل المدير الرئيسي مع المقترض حيث يمكن لاعضاء التجمع ان يفاوضوا على بعض التغييرات على الاتفاقية قبل اقرارها

بصيغتها النهائية التي سيتم توقيعها بها، وهذا يتطلب بدوره مزيدا من المناقشات والمفاوضات، وعادة ما تحتوي هذه الاتفاقية على المعلومات التالية:

١- مقدمة الوثيقة (The Preamble)

وهذه تبين قائمة الاطراف المشاركة بالاتفاقية ومبلغ القرض وتاريخ الاتفاقية.

٢- التعريفات (Definitions)

لتجنب اي التباس او سوء فهم فانه يتم تعريف معظم الاصطلاحات الواردة في الاتفاقية بشكل تفصيلي كتوضيح مفهوم يوم العمل، الالتزامات، فترات الفائدة، اللايبور، (LIBOR)، الوكيل، . . . الخ.

٣- التسهيل (The Facility)

في هذا البند يحدد مبلغ القرض والغرض منه كما تحدد مسؤوليات والتزامات وحقوق البنوك المشاركة في القرض، وحق المقترض في الغاء القرض بالكامل او مبلغ محدد منه.

٤- شروط مسبقة (Conditions Precedent)

قبل ان يصبح في مقدور المقترض سحب اية مبالغ ضمن اتفاقية القرض يجب عليه ان يحقق عددا من الشروط المسبقة كتلك التي تتعلق بالرأي القانوني والكفالات والتفاويض وتصديق التواقيع . . . الخ ويتم تحديد هذه الشروط المطلوبة تحت هذا البند من الاتفاقية.

٥- اسس سحب الاموال (Availability)

وهذا البند من الاتفاقية يبين الاساس الذي بناء عليه سوف يتم سحب الاموال من قبل المقترض، كمهلة السحب، والمبلغ المحدد لكل سحب،

وكيفية سحب القرض من حيث قيمة كل سحب والحد الادنى له ومضاعفاته، والمدة الواجب اعلام الوكيل بها قبل السحب، واسم مراسل المقترض الذي سيقيد له مبلغ السحب.

٦- التسديد (Repayment)

يتم تحت هذا البند تحديد طريقة التسديد من حيث عدد ومبلغ اقساط التسديد سواء كانت سنوية او نصف سنوية بالاضافة الى فترة السماح قبل ان يبدأ التسديد.

٧- التسديد المسبق (Prepayment)

ويحدد هذا البند من الاتفاقية الطريقة التي يجب اتباعها اذا ما رغب المقترض ان يسدد القرض بكامله او بحصة احد او بعض البنوك المشاركة في القرض، قبل موعد التسديد المحدد في الاتفاقية، ومتى يتم ذلك، وبأية مبالغ واية غرامات.

٨- الفائدة (Interest)

يحدد هذا البند فترة الفائدة وفيما اذا كانت ٣ او ٦ اشهر، ويحدد سعر الفائدة المطبق على القرض وهل هو اللايبور (LIBOR) او (U.S. Prime Rate) على سبيل المثال، كما ويحدد البنوك المعتمدة (Reference Banks) لتحديد سعر الفائدة.

٩- الرسوم والمصاريف (Fees)

يتم في هذا البند توضيح كل الامور المتعلقة بدفع العمولات المختلفة كعمولة الادارة وعمولة الالتزام وعمولة الوكالة.

فعمولة الالتزام (Commitment Fee) تدفع كنسبة مئوية من مبلغ الاتفاقية

غير المسحوب وذلك من تاريخ التوقيع وحتى انتهاء سحب كامل القرض اي عندما تصبح التزامات البنوك صفرا ، وعادة ما تدفع كل ثلاثة اشهر ، اما عمولة الادارة (Management Fee) وتسمّى ايضا (Front-End Fee) فيتم الاتفاق عليها بين المدير والمقترض وعادة ما تدفع مرة واحدة بعد توقيع اتفاقية القرض مباشرة ، اما عمولة الوكالة (Agency Fee) فمن الممكن ان تدفع مرة واحدة او على اقساط سنوية حسب ما يتم الاتفاق عليه بين الوكيل والمقترض .

١٠-الضرائب (Taxes)

ويبين هذا البند كل الامور المتعلقة بالضرائب على دفعات القرض وتشترط البنوك عادة ان تكون جميع الدفعات المستحقة لها سواء كانت اقساط او فوائد او عمولات معفاة من اية ضرائب او رسوم .

١١-التغيرات التي قد تحصل (Change in Circumstances)

ويبين هذا البند الاسس الواجب اعتمادها في حالة حدوث تغييرات في الامور المرتبطة بالقرض كموضوع عدم القانونية (Illegality) الذي قد يحدث عندما يصبح احد المقرضين غير قادر على المحافظة على مشاركته في القرض وموضوع التكاليف الاضافية (Increased Costs) الذي قد يحدث عندما يتحمل المقرض مصاريف اضافية كتلك الناتجة عن الضرائب او تغيير القوانين والانظمة .

وموضوع تغيرات السوق (Change in Market Conditions) كعدم قدرة الوكيل على الحصول على سعر الفائدة للفترة المرغوب بها من السوق وموضوع عدم الاتاحة الفردية (Individual Non-Availability) الذي يحدث عندما يكون سعر الفائدة المحدد لا يغطي كلفة احد البنوك المشاركة في القرض .

١٢-الدفع (Payment)

ويوضح هذا البند في القرض الطريقة المحددة لكل الدفعات المستحقة خلال اتفاقية القرض سواء الدفع من قبل البنوك (By Banks) او الدفع من قبل المقترض (By Borrower) كما ويبين موضوع اعادة الدفعات (Refund-ing of Payments) الذي يتضمن اعادة اي مبلغ للبنك الوكيل اذا دفع هذا البنك المبلغ الى جهة ما قبل استلامه فعليا من الجهة الدافعة .

١٣-تأكيدات وضمانات (Warranties & Representations)

ويتضمن هذا البند الضمانات والتأكيدات التي يجب على المقترض الالتزام بها كتأكيده على عدم وجود اية رهونات او مصاريف على الاصول والعائدات العائدة له وعدم حدوث اي تغيير سلبي على وضعه المالي منذ تاريخ اخر حسابات اعدها ، وتأكيده على اكمال كل النواحي والاجراءات القانونية ، وتأكيده على دخول الاتفاقية موضع التنفيذ ، وتأكيده على ان كل ما هو مطلوب منه بموجب الاتفاقية يتمشى مع الانظمة والقوانين السائدة في بلده .

١٤-العهود او التعهدات (Undertakings/Covenants)

وهنا يتعهد المقترض بان يقوم ببعض الامور خلال فترة حياة القرض كتعهده بمساواة دين هذا القرض بديون القروض الاخرى (Pari-Passu) وتعهده باعلام المقرضين في حالة عدم قدرته على الوفاء (Default) لديون القروض الاخرى ، وتعهده بعدم اجراء اي رهن او حجز على اي من اصوله او احتياطياته دون موافقة البنوك المقرضة على ذلك (Negative Pledge) ، وتعهده بتزويد البنوك بكافة المعلومات المالية .

١٥-عدم الوفاء (Default)

ويبين هذا البند الفوائد والغرامات الواجب دفعها في حالة عدم الوفاء

وطريقة دفع وتسديد هذه المبالغ، كما ويبين مفهوم البنوك لعدم الوفاء والذي غالبا ما يكون عدم الوفاء الشامل او المتبادل (Cross Default)، اي انه اذا اصبح المقترض غير قادر على الوفاء باي دين فان هذا ينسحب على دين القرض الجديد، الامر الذي يعطي المقرض الجديد الحماية الكافية بحيث لا يكون في وضع اقل من وضع المقرضين الاخرين.

١٦-الوكيل والمدراء (The Agent & The Managers)

وتبين هذه الفقرة حقوق وواجبات ومسؤوليات البنك الوكيل وعلاقته بالمدراء.

١٧-المصاريف ورسوم الطوابع (Expenses & Stamp Duty)

وتشمل هذه الفقرة جميع المصاريف النثرية والقانونية ومصاريف الطباعة والدعاية والاعلان، ومصاريف التفاوض والتحضير للاتفاقية وتنفيذها، ورسوم الطوابع المستحقة، واية مصاريف تتكبدها البنوك لحماية اي حق من حقوق الاتفاقية (Enforcement Expenses).

١٨-طلب التسديد المسبق (Demand Repayment)

وتبين هذه الفقرة الحالات التي تستطيع فيها البنوك المقرضة طلب التسديد المسبق من المقترض، كحالة عدم صحة او دقة اية معلومات مقدمة منه، او عدم دفع المبالغ والفوائد في تواريخها المحددة، او التوقف عن العمل نهائيا او التورط في اية ملاحقات قانونية.

١٩-القانون الذي تخضع له الاتفاقية (Governing Law & Jurisdiction)

ويحدد هذا البند القانون والسلطات القضائية التي ستخضع لها الاتفاقية، وغالبا ما تخضع اتفاقيات القروض المجمعة في الاسواق الدولية للقانون الانجليزي او الامريكي نظرا لأعتماد السوابق القانونية في هذين القانونين.

٢٠-الجداول (Schedules) وصفحات التواقيع (Signing Pages)

يلحق بالاتفاقية عادة جداول وملاحق توضح الرأي القانوني وملحق لنموذج السحب الذي سيعتمد، واية متطلبات اخرى، وبتوقيع كافة الاطراف على صفحات الاتفاقية الاخيرة فان هذا يعني قبول جميع الاطراف لها، وبمجرد ان يتم ذلك فان الوثيقة تصبح قانونية وملزمة لجميع الاطراف.

تكاليف القروض المجمعة وعمليات الدفع

أ- اسس احتساب سعر الفائدة

ان سوق القروض المجمعة الدولي يعتمد على سعر فائدة سوق ما بين بنوك لندن (London Interbank Market) على الرغم من وجود اسواق اخرى مثل سنغافوره، لكسمبورغ، وهونغ كونغ، وباريس والبحرين، وغيرها، وسوق القروض الدولي ايضا يعتمد في عمليات اقراضه على حجم الاموال المتوفرة في السوق ومدة الاقتراض (طول فترة الاستحقاق)، وفيما يخص فترات الفائدة فان السوق مرن بما فيه الكفاية فهو يسمح بفترات فائدة لثلاث او ستة أشهر ويسمح في بعض الحالات النادرة لشهر او لاثني عشر شهراً.

وسعر الفائدة على القروض والذي يحدد في بداية كل فترة، عادة ما يتكون من هامش معين يضاف الى سعر الاقراض المقدم من قبل البنوك في السوق على الودائع لنفس الفترة كسوق لندن (Libor) (London Interbank Offered Rate) ولا يوجد عادة (Libor) محدد ورسمي في السوق وانما يتم تحديد هذا السعر في بداية كل فترة فائدة وذلك عن طريق استخراج معدل اسعار الفائدة للبنوك التي

تختار كمرجع للبنوك المقرضة (Reference Banks) على الودائع لنفس فترة الفائدة المحددة، وهذه البنوك المرجع عادة ما تتكون من ثلاث بنوك على الاقل من البنوك المشاركة في القرض والتي تعين لتكون مرجعاً لكل البنوك المشاركة في القرض وهي تحدد سعر فائدة مقبولاً لكل المشاركين.

أما الهامش فيحدد لكل فترة القرض ولا يتغير بعد تاريخ توقيع الاتفاقية الا اذا حدد ذلك في الاتفاقية، فهذا الهامش ممكن ان يكون واحدا لكل فترة القرض او متغيرا حسب جدول زمني محدد مسبقا ومتفق عليه، في حين ان سعر (LI-BOR) يتغير حسب العرض والطلب في السوق، وان الفائدة على القروض تحسب على عدد الايام الفعلي على اساس السنة 360 يوما كما يلي:

سعر الفائدة × المبلغ × عدد الايام/ 360

وعادة ما يكون تاريخ دفع الفائدة هو في نهاية كل فترة فائدة.

ب- الاستحقاق (Maturities)

ان تاريخ الاستحقاق للقروض يعتمد على عدة عوامل تخص المقرضين والمقترضين والسوق، ويطلب المقرضين عادة ان تكون فترة القرض قصيرة نسبيا، ولا يتم عادة الاقراض لفترة تزيد عن سبع سنوات في السوق الاوروبي الا اذا كان الاقراض لاحسن العملاء او اذا كانت هناك سيولة كافية لدى البنوك المقرضة، ويمكن احتساب معدل حياة القرض (Average Life) بخصم فترة السماح من فترة القرض وقسمة الناتج على ٢ واضافة الناتج الى فترة السماح، وهذه الطريقة تطبق عندما تكون فترات التسديد على اقساط متساوية، اما معدل الكلفة للقرض (Average Cost) فيمكن احتسابه باضافة العمولات الى الهامش المحدد وقسمة الناتج على معدل حياة القرض.

$$\text{معدل الكلفة} = \frac{\text{مجموع العمولات السنوي + الهامش}}{\text{معدل حياة القرض}} \times 100$$

واذا كان القرض مكونا من جزئين فيمكن احتساب معدل الكلفة المثقل (Weighted average cost) كما يلي :

$$\text{معدل الكلفة المثقل} = \frac{\text{معدل الكلفة للجزء أ} \times \text{قيمة الجزء أ من القرض} + \text{معدل الكلفة للجزء ب} \times \text{قيمة الكلفة ب من القرض}}{\text{قيمة القرض كاملة}} \times 100$$

من هنا نجد ان تاريخ استحقاق القروض عادة ما يتراوح ما بين 5-7 سنوات وان كان من الممكن اطالة فترات الاستحقاق هذه الى حدود 10-12 سنة اذا كان وضع السوق والسيولة فيه بالاضافة الى وضع المقترض وسمعته المالية تسمح بذلك .

جـ- السحب (Drawdown)

يتم السحب من القرض عادة بعد ان يقوم المقترض باعلام الوكيل كتابيا قبل خمسة ايام عمل على الاقل من تاريخ السحب برغبته في ذلك واذا ما تم هذا فان المقترض لا يستطيع التراجع عن ذلك الا بعد ان يتحمل غرامات، لان البنوك المقرضة تكون قد دخلت في عقود تمويل مقابلة، واذا تم سحب اكثر من دفعة فان ذلك يتم عادة بمبلغ يحدد كحد ادنى ومضاعفات لهذا المبلغ .

د- التسديد المسبق (Prepayment)

١- التسديد المسبق الاختياري (Optional Prepayment)

اذا ما رغب المقترض بتسديد القرض او اي جزء منه بشكل مسبق وقبل تواريخ التسديد المسبق المجدولة فانه يستطيع القيام بذلك حسب ما تنص

عليه فقرة التسديد المسبق حيث يمكن للمقترضين عدم دفع اية غرامات على التسديد المسبق اذا تم التسديد في نهاية فترة الفائدة وتم اعلام المقرضين كتابيا برغبتهم بذلك مسبقا عن طريق الوكيل، الا انه من الممكن ان تشترط اتفاقيات القروض دفع غرامة اذا تم التسديد، وهذه الغرامة يمكن ان تكون سعر فائدة ثابت خلال فترة القرض او يمكن احتسابها على اساس تنازلي يتغير حسب تاريخ التسديد المسبق ولغاية تاريخ التسديد المجدول.

٢- التسديد المسبق الاجباري (Involuntary Prepayment)

في بعض اتفاقيات القروض من الممكن وضع شرط بالتسديد المسبق لكامل القرض اجباريا في حالة تغيير اية قوانين او حدوث اية خلافات بين الاطراف حول كيفية احتساب سعر الفائدة.

٣- التسديد المسبق خلال فترة الفائدة (Intra-Period Prepayment)

ان التسديد المسبق لاي سبب من الاسباب سواء اختياريا او اجباريا في منتصف فترة فائدة تم اختيارها مسبقا يتطلب من المقترض ان يعوض البنوك عن اية خسارة تحدث لهم نتيجة تغيير ترتيبات تمويلهم.

هـ- الالغاء الاختياري (Optional cancellation)

للمقترض الخيار في الغاء المبالغ غير المسحوبة من القرض خلال فترة السحب، هذا الخيار عادة ما يكون بمبالغ محددة ومضاعفاتها وفي بعض الاحيان خاضعا لدفع عمولة الغاء.

و- العمولات والمصاريف (Issuance costs, fees & Expenses)

تتحمل القروض المجمعة عادة مصاريف اخرى غير الفائدة التي تدفع عليها ومن امثلة هذه المصاريف ما يلي:

١ - عمولة الادارة (Managemant Fee)

هذه العمولة ثابتة (Flat Fee) تدفع من قبل المقترض الى المدير الرئيسي كمكافأة لتنظيم العملية، وتكوين التجميع، وتوثيق القرض وبالتالي خلق الاموال بالنيابة عن المقترض، وان مبلغ هذه العمولة يتغير بشكل كبير ويعتمد على عملية المفاوضة بين المقترض والبنك، وعادة ما تكون عمولة الادارة نسبة مئوية من مبلغ القرض الاساسي تدفع عند توقيع الاتفاقية او ضمن مدة محددة بعدها، ومن عمولة الادارة تدفع عادة العمولات التالية لتعويض البنوك المشاركة عن العمليات التي يقومون بها :

* عمولة المدير الرئيسي وهذه تدفع خصيصا للمدير الرئيسي كمكافأة وتعويض لمبادأته العملية ولرعايته لها الى ان تتم بنجاح .

* عمولة التغطية (Underwriting Fee) وتدفع هذه العمولة عادة لتغطي المخاطرة التي تتحملها البنوك في المجموعة الادارية للقرض التجمعي والتي تكون قد تعهدت بالاكتتاب وتعهدت للمقترض بان يستلم الاموال بالكامل سواء استطاعت ايجاد بنوك اخرى للمشاركة في القرض ام لا، والمكتتب الناجح عادة ما يكون قادرا على انقاص اكتتابه الاصلي الى الحد الذي يرغبه بواسطة توزيعه لهذا الاكتتاب وتجميعه لبنوك اخرى في التجمع .

* عمولة المشاركة (Participation Fee) وهذه عمولة ثابتة تدفع من عمولة الادارة للمشاركين في القرض وذلك لزيادة دخلهم الفعلي وريع القرض، وهذه عادة ما تحدد على اساس تصاعدي حسب مبلغ المشاركة مما يشجع البنوك على زيادة مساهمتها الى اقصى حد ممكن .

٢- عمولة الوكالة (Agency Fee)

وهي عمولة تدفع للبنك الوكيل لقيامه ببعض الاعمال الادارية، ومبلغ هذه العمولة يعتمد على مقدار العمل المطلوب من الوكيل القيام به حسب شروط اتفاقية القرض والعدد المتوقع للمشاركين فيه، وقد يتفق ان تكون مبلغا محددا يدفع عند تاريخ التوقيع ولكن عادة ما يتم التفاوض عليها كعمولة سنوية، اما وظائف الوكيل فتشمل ارسال التعليمات (Notices) الى المقترض (مثل تفاصيل السحب، التسديد، الفوائد، دفع عمولة الالتزام، التغير في فترات الفائدة) واحتساب ودفع العمولات والفوائد، والتأكد من التزام المقترض بالنسب المحددة في اتفاقية القرض.

٣- عمولة الالتزام (Commitment Fee)

بما ان البنوك قد التزمت بوضع قيمة مشاركتها في القرض تحت تصرف المقترض وقد تعهدت ان تقدم هذه المبالغ ضمن مدة محددة هي فترة السحب، وبما ان البنوك لا تعرف عادة التاريخ المحدد الذي سيقوم المقترض فيه بسحب القرض او اي جزء منه، فانها تطلب بموجب الاتفاقية ان تتقاضى عمولة مقابل هذا الالتزام تكون في العادة نسبة مئوية معينة (٢/ ١٪) تقريبا على المبالغ غير المسحوبة من القرض وتدفع كل ٣ اشهر وذلك منذ تاريخ توقيع الاتفاقية وحتى تاريخ السحب النهائي لكامل قيمة القرض، اما اذا تم سحب القرض دفعة واحدة وكان متفقا على هذا التاريخ قبل او بعد توقيع الاتفاقية فلا يدفع المقترض هذه العمولة.

٤- المصاريف النثرية (Out-of pocket Expenses)

وهذه المصاريف تكون عادة على حساب المقترض وتتضمن مصاريف طبع مذكرة المعلومات، واتفاقية القرض، والعمولات القانونية والاعلان

ومصاريف الاتصال، ومصاريف التوقيع ومصاريف السفر بالنسبة للمدراء .

٥- الضرائب والخصومات الاخرى (Taxes And Other Deductions)

تخضع هذه الضرائب والخصومات الى الشروط المتفق عليها في اتفاقية القرض .

اشكال القروض المجمعة (Types of Syndicated Loans)

هناك عدة بدائل وخيارات تكون مطروحة امام المقترض يستطيع الانتقاء من خلالها للوصول الى عملية الاقتراض المرغوبة .

١- فيما يتعلق بالتكوين (Structure)

يمكن للقرض المجمع ان يكون دوارا (Revolving) ويمكن ان يكون قرضا ثابتا كما يمكن ان يكون تركيبا من الاثنين معا ، فالقرض الدوار يسمح للمقترض باعادة اقتراض ما دفعه في اي وقت خلال الفترة المتفق ان يكون القرض خلالها دوارا ، فمن شروط القرض العادية ان اي مبلغ يدفع لا يسمح باعادة اقتراضه ومن امثلة ذلك قرض يؤخذ لبناء او توسيع مشروع معين ، بينما نجد ان متطلبات تشغيل رأس المال من جهة اخرى تتناسب مع القرض الدوار حيث ان متطلبات هذا العمل تميل الى التغير خلال فترة من الزمن .

٢- فيما يتعلق بسعر الفائدة على القروض المجمعة

هناك عدة اسعار يمكن ان تعتمد كاسعار فائدة على القروض المجمعة من اهمها :

أ- سعر اللايبور (LIBOR)

وهو سعر فائدة الاقراض ما بين بنوك لندن، ويعتبر هذا السعر من اكثر اسعار الفائدة استعمالا في القروض المجمعة، حيث يتم تحديده من قبل مجموعة متفق عليها من البنوك (Reference Banks) لفترات محددة، غالبا ما تكون ثلاث او ستة اشهر، وتسعر القروض المجمعة عادة على اساس هامش فوق هذا السعر.

ب- سعر البرايم الامريكي (U.S. Prime)

وهو السعر المفضل لاقراض افضل العملاء في الولايات المتحدة الامريكية، وهذا يختلف عن سعر اللايبور في انه يحدد من قبل بنك امريكي مقرض، وعادة ما يتكون هذا السعر من هامش متغير فوق الكلفة الفعلية لاموال هذا البنك. وتقع على المدير الرئيسي مسؤولية تحديد السعر الذي سوف يستعمل خلال فترة القرض، خاصة وان هذا السعر يختلف من بنك لاخر ويعدل كلما تغيرت اسعاره على عكس سعر اللايبور الذي يثبت لفترة ثلاث او ستة اشهر، وتسعر القروض المجمعة عادة على اساس هامش فوق السعر الاعلى للبرايم.

جـ- سعر شهادات الايداع المعدل (Adjusted C.D.)

وهو سعر معدل يتم نشره اسبوعيا من قبل البنك الفيدرالي الامريكي (Fed-eral Reserve Bank) لشهادات الايداع لاجل ثلاثة اشهر يشتمل على الكلفة الاضافية للاحتياطي الاجباري والتأمين على الودائع كما هو مطلوب من البنك الفيدرالي الامريكي.

٣- القروض التصديرية : Export Credits

مقدمة

في اطار سعيها الدؤوب لزيادة صادراتها الى بقية دول العالم تقوم الدول الكبرى وعدد متزايد من الدول الناشئة بتقديم الدعم المالي لصادراتها. وذلك عن طريق منح قروض تصدير قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل باسعار فائدة تقل عن اسعار فائدة السوق وضمان المخاطر غير التجارية (السياسية) التي قد يتعرض لها تسديد تلك القروض.

ومع تزايد حدة المنافسة بين الدول الكبرى والتي تسببت في عدة اثار سلبية اتفقت هذه الدول من خلال منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD واتحاد بيرن في لندن على وضع خطوط عريضة لشروط القروض التصديرية من شأن التقيد بها ان يخدم مصالح جميع الأطراف التصديرية المتنافسة.

وتهدف اتفاقية OECD والتي جرى آخر تعديل عليها عام ١٩٩٨ والموقعة من حوالي 40 دولة الى توحيد شروط التمويل المتاحة لأي فترة تزيد عن سنتين بحيث يبقى التنافس بين الصادرات على اساس السعر النقدي والنوعية دون اي تأثير مالي. ومن اهم هذه الشروط دفع المستورد لما نسبته 15% من قيمة البضاعة كحد ادنى قبل الشحن حيث تم تقسيم دول العالم الى فئات (المتوسطة والفقيرة) وتم تحديد اسعار فائدة اقل وآجال اطول للدول الفقيرة.

كما وتشترط الأتفاقية المذكورة ضرورة ابلاغ اي عضو بقية الأعضاء برغبته في اعطاء شروط أفضل من تلك المنصوص عليها في الأتفاقية لتمكين بقية الأعضاء من التنافس بعدالة مع ذلك العضو.

وتصنف القروض التصديرية الى مجموعتين، الأولى ائتمان المشترين حيث

تمنح التسهيلات المدعومة الى المستورد مباشرة والثانية ائتمان البائعين (الموردين) والتي تمنح الى المصدرين الذين يمنحونها بدورهم الى المستوردين.

١ - ائتمان المشترين (Buyers Credit)

يمنح ائتمان المشترين من البنك أو الجهة الممولة من بلد المصدر للمشتري الاجنبي مباشرة بحيث تبقى العلاقة بين المشتري والبائع علاقة تجارية فقط وليس له الصفة التمويلية حيث يكون هذا التمويل مباشرة من البنك للمشتري.

ويمنح ائتمان المشترين في اطار تسهيلات تشجيع الصادرات الوطنية على اساس فترة قصيرة تصل الى (360) يوما أو فترة متوسطة تتراوح بين سنة وخمس سنوات أو على أساس فترة طويلة من خمس الى (10) سنوات، وتستخدم بصفة رئيسية في تمويل عمليات استيراد السلع الرأسمالية وفي بعض الحالات لتمويل عمليات استيراد الخامات والسلع الاستهلاكية، ويقل سعر الفائدة على هذه التسهيلات عن اسعار الفائدة السارية على الائتمان طويل الاجل السائد في بلد المورد وفق الشروط العامة لأتفاقية OECD التي تحكم القروض التصديرية.

ولما كانت موارد المصدرين محدودة فهم يلجأون الى البنوك للاقتراض منها بضمان كمبيالات (سندات اذنيه) يوقعها المشتري أو بواسطة سحوبات مقبولة من المشتري او اعتمادات مستندية غير قابله للنقض ومؤجلة الدفع يفتحها المشتري لصالح المورد. ومن المعتاد ان تكون هذه الكمبيالات والسحوبات مضمونة من بنك في بلد المستورد وتستخدم في معظم الاحيان بوالص تأمين التصدير لتغطية المخاطر التجارية الناتجة عن تسهيلات

الموردين.

وتقوم البنوك التجارية عامة بتمويل تسهيلات الموردين، وعند اختيار البنوك التجارية فان المشتري يختار عادة البنك أو البنوك التي يتعامل معها البائع لتسهيل المهمة، وتقسم البنوك التي تشارك عادة في هذه العميات الى ثلاثة انواع :

١- البنوك المتخصصه (Specialist Banks) :

تقوم هذه البنوك بتقديم الخدمات الاستشارية وترتيب الاعمال للمشترين ونادرا ما تقوم بالمشاركة بالتمويل من اموالها الخاصة وانما تقوم بربط المشتري بمصادر التمويل المتاحة في السوق.

٢- البنوك الدولية (International Banks) :

تقوم هذه البنوك وعلى عكس البنوك المتخصصة بتقديم كلٍ من الخدمات وترتيب الاعمال بالاضافة الى التمويل من مصادرها الخاصة.

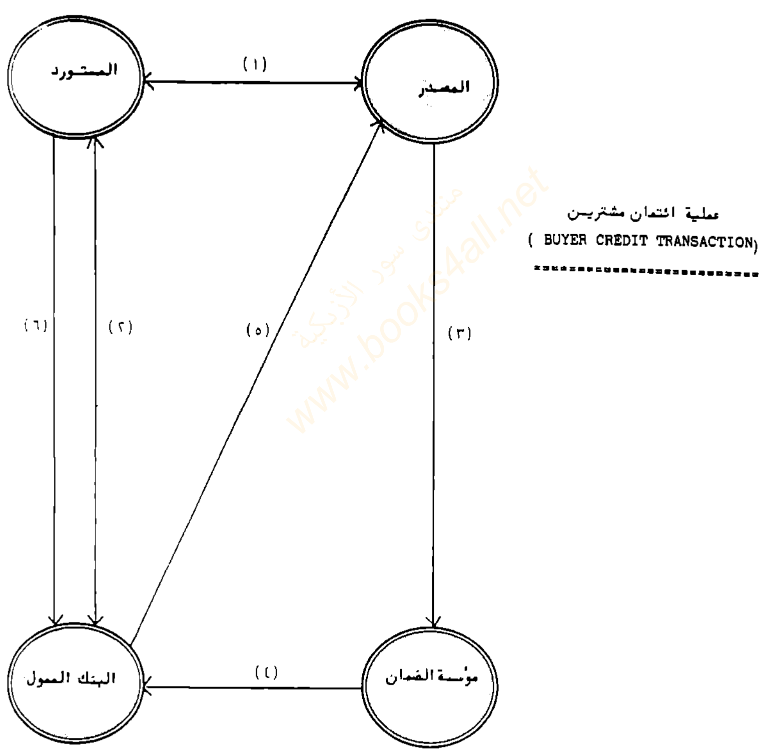
٣- التجمعات البنكية (Consortium Banks) :

وهي بنوك تجارية أو شركات مالية تكون صغيرة في العادة وتكون على علم بحاجات المقترض ولها اتصال وثيق معه.

ويمكن ترتيب ائتمانات المشترين بسرعة كبيرة، ونظرا لاستعمال اسعار الفوائد العائمة (Floating Interst Rates) في اغلب الاحيان، فان هذا النوع من الائتمان يبقى فعالا حتى في ظل الظروف الاقتصادية الصعبة التي تمتاز بالتشكك وعدم التيقن من التطورات والظروف، ومع ذلك

فانه يؤخذ على هذا النوع تعقيد عمليات توثيقه (Complex Documen-tation) وتعقيد العلاقة بين المقرض والمقترض ، ولتردد البنوك التجارية في منح هذا النوع من الائتمان فقد انشئت في عدد من البلدان كفرنسا ، وبريطانيا ، والنمسا وايطاليا وغيرها مؤسسات مالية خاصه لتمويل هذه العمليات ، كما انشئت في بعض البلدان مؤسسات مالية لاعادة التمويل منها بنوك التصدير والاستيراد لتمويل تسهيلات الموردين التي تزيد عن ستة أشهر .

والشكل (4/5) يظهر الخطوات التنفيذية لعملية ائتمان مشترين .



(١) عقد توريد بضائع بشروط دفع فورية بين المصدر والمستورد .

(٢) عقد قرض بين المستورد والبنك الممول يسدد عن طريق سندات اذنيه مسحوبه على المستورد أو سحوبات زمنيه مقبوله منه .

(٣) تعهد المصدر بسداد اقساط الضمان الذي تقوم به مؤسسة الضمان.

(٤) ضمان تقدمه مؤسسة الضمان للبنك الممول وذلك ضمانا للقرض الممنوح للمستورد.

(٥) تمويل فوري من البنك الممول الى المصدر مقابل صور عن مستندات الشحن في حدود القرض الموقع مع المستورد.

ائتمان البائعين (الموردين) (Supplier Credit) :

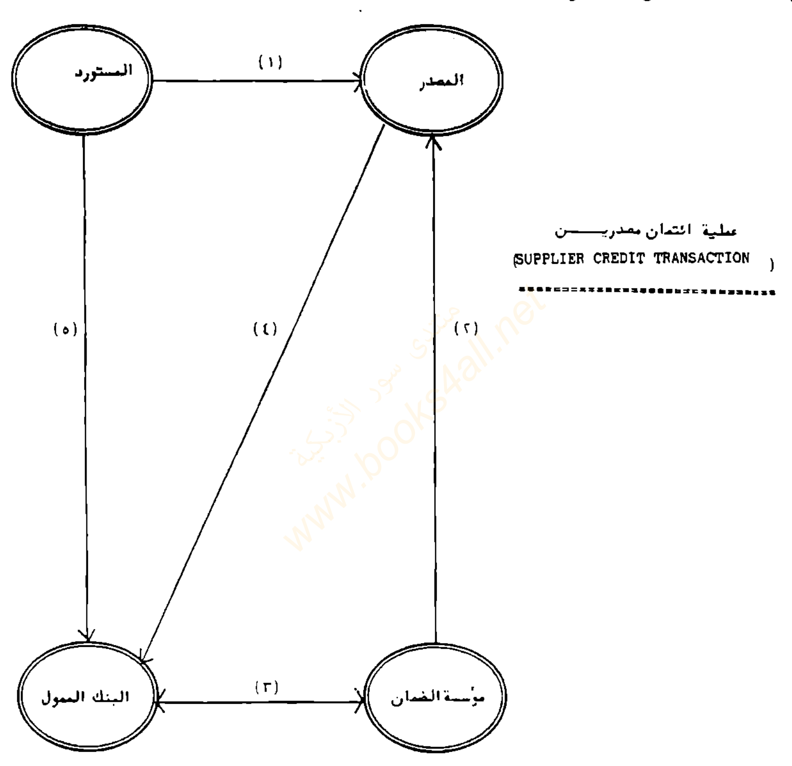
وهو الائتمان الذي يتم منحه من البنك أو الجهة المموله الاخرى للبائع (المورد) بناء على ائتمان يمنحه البائع لعميله المشتري بحيث يستطيع هذا الاخير ان يؤجل الدفع الى عدد معين من السنين، حيث يقوم باصدار اوراق دين تستحق خلال فترات مؤجلة تكون عادة مكفوله من قبل بنوك تجارة خارجية وتحمل هذه الاوراق عادة اسعار فائدة ثابته وتستحق على فترات تحدد بين ثلاثة الى سبعة سنوات وقد تكون هذه على شكل كمبيالات (Promissory Notes) أو سحوبات مقبوله (Accept-ed Drafts) يقوم البائع بخصمها بدون حق الرجوع او مع حق الرجوع المحدود، وبالتالي استلام العملات الاجنبية مقابل هذه الاوراق ثمنا لبضاعته المصدره.

وكما هو الحال في عمليات التمويل التقليديه فان هذا النوع من الائتمان يمكن منحه بسهوله لعمليات التجارة المقابله اذا كانت هذه العمليات مبنيه على عقدين منفصلين مع علاقة متصله بينهما، وذلك حتى لا يكون هناك تمديد في الائتمان كنتيجة لعدم استطاعة المصدر القيام بالاستيراد المقابل.

وفي ائتمان المصدرين يتم مع توقيع عقد التوريد بالدفع المؤجل بين المستورد والمصدر، قيام مؤسسة الضمان بتوقيع عقد ضمان مع المصدر لحمايته من مخاطر

عدم وفاء المستورد بالدين، وبعد ذلك تقدم مؤسسة الضمان ضمانا شاملا للاوراق التجارية الموجودة لدى البنك الممول والتي تجعل هذا البنك قادرا على تقديم التمويل الفوري للمصدر مقابل مستندات الشحن أو الكمبيالات أو السحوبات المقبولة واسترداد امواله من خلال سداد المستورد لهذه الكمبيالات والسحوبات اليه بتواريخ الاستحقاق.

والشكل (4/6) يظهر الخطوات التنفيذيه لعملية ائتمان بائعين.



(١) عقد بين المصدر والمستورد لتوريد بضائع بالدفع المؤجل (قصير، متوسط أو طويل الاجل).

(٢) عقد ضمان من مؤسسة الضمان للمصدر ضد مخاطر عدم الوفاء (التجارية و/ أو غير التجارية).

(٣) ضمان شامل للاوراق التجارية (الكمبيالات أو السندات) التي يحتفظ بها البنك وذلك عن طريق خطاب ضمان أو حوالة حق.

(٤) تمويل فوري مقابل صور من مستندات الشحن و/ أو الكمبيالات المقبولة من طرف المستورد سدادا لقيمة البضاعة المشحونة حسب الآجال المتفق عليها بين المستورد والمصدر.

(٥) قيام المستورد بسداد الكمبيالات عند حلول آجلها

٤- التاجير Leasing

الاستئجار المالي Financial Lease والاستئجار التشغيلي Operating Lease

مفهوم عمليات الاستئجار

إن عمليات الاستئجار بمفهومها الواسع هي عقود يسمح المؤجر (Lessor) بموجبها للمستأجر (Lessee) بأن يستعمل معدات أو تجهيزات خاصة مقابل التزام هذا الاخير بدفعات استئجار متتالية خلال مدة العقد، وقد تكون ترتيبات الاستئجار هذه قصيرة الاجل يتحمل المؤجر خلالها مخاطرة القدم أو التغيير التي قد تحصل على هذه المعدات والاجهزة وتسمى في هذه الحالة عقود استئجار تشغيلية (Operating Lease)، أو قد تكون ترتيبات طويلة الاجل تمتد حياتها على مدى حياة الاصل الاقتصادية المتوقعة وتسمى في هذه الحالة عقود استئجار مالية أو رأسمالية (Capital Or Financial Lease).

وتعتبر عقود الاستئجار المالي كالقروض مصدرا من مصادر التمويل، حيث أن توقيع عقد استئجار مالي هو بمثابة اقتراض للاموال، لان المستأجر يكون معفى من دفع قيمة الاصل مقابل التزامه بالدفعات المحددة في عقد الاستئجار في حين انه كان بالامكان اقتراض كامل المبلغ اللازم لشراء الاصل مقابل التزامه بدفع أقساط وفوائد القرض.

وفي العديد من حالات الاستئجار المالي يمكن أن يكون التأمين والصيانة مشمولة في عقد الاستئجار بحيث يكون هذا العقد كامل الخدمة ويسمى (Full-Service Lease)، أما اذا كانت مثل هذه الخدمات غير متضمنة في عقد الاستئجار بحيث تبقى من مسؤولية والتزام المستأجر فيسمى عقد الاستئجار الصافي (Net Lease) وأغلب حالات الاستئجار المالي هو من هذا النوع، كما أن أغلبها تتم لمعدات وآلات وأجهزة جديدة، فالمستأجر يحدد المعدات التي يرغب في استعمالها ويقوم باجراء الترتيبات اللازمة مع شركة التأجير وتسمى هذه العملية (Direct Lease) الا انه في حالات اخرى تقوم الشركة الراغبة في الاستئجار باستئجار أحد الاصول التي تملكها بعد أن تقوم ببيع هذا الاصل وتسمى هذه الترتيبات بترتيبات البيع واعادة الاستئجار (Sale and Lease Back Arrangements) التي ينتشر استعمالها في حالات العقارات، والطائرات، والسفن، والمصانع وغيرها. فقد ترغب شركة ما ولاسباب سنذكرها لاحقا، في بيع مصنعها الذي تملكه الى شركة تأجير مقابل حصولها على نقد لازم لادارة عملياتها وتقوم في نفس الوقت بإبرام عقد استئجار طويل الاجل لهذا المصنع مع شركة التأجير مقابل دفعات دورية محددة في عقد استئجار، وعلى الرغم من أن الملكية القانونية لهذا المصنع قد انتقلت الى الشركة المؤجرة إلا أن الاستعمال والادارة لهذا المصنع تبقى في يد الشركة الاصلية البائعة/ والمستأجرة.

فمن وجهة النظر الاقتصادية يمكن القول أن المستعمل الفعلي لهذا الاصل هو المالك الحقيقي لانه هو الذي يواجه المخاطر وهو الذي يأخذ عوائد الملكية والتشغيل ولان عمليات الاستئجار المالي هذه مساوية في الواقع العملي لعمليات القرض المضمون (Secured Loan)، حيث أنه في حالة استنكاف المستأجر عن دفع المبالغ المترتبة عليه بموجب العقد لاي سبب من الاسباب فان المؤجر يستطيع استعادة هذا الاصل حالا.

وان أغلب حالات الاستئجار تتضمن فقط المؤجر والمستأجر ، ولكن اذا كانت قيمة الاصل مرتفعة جدا فانه يمكن اجراء عملية اقتراض تأجيري (Leveraged Lease) حيث يتم في هذه الحالة تمويل كلفة الاصل المستأجر بإصدار دين مقابل الاصل والدفعات التأجيرية المستقبلية ، أي أن المؤجر يقوم باقتراض جزء من قيمة هذا الاصل ويستعمل عقد الاستئجار كضمان للقرض التأجيري .

أما الاسباب التي تجعل الكثيرين يفضلون عمليات الاستئجار كأساليب للتمويل بدلا من عمليات الاقتراض التقليدية فهي كثيرة من أهمها ما يلي :

١- تجد الكثير من المؤسسات أنه من الافضل لها استئجار بعض المعدات اللازمة لفترات قصيرة الاجل بدلا من شرائها وتحمُّل تكلفة اجراءات الشراء والتسجيل والتأمين المرتبطة بعمليات الشراء ، ثم تكلفة واجراءات عمليات اعادة البيع والغاء التسجيل والتأمين ، وهذا النوع من الاستئجار ينطبق طبعا على عمليات الاستئجار التشغيلي (Operating Lease) .

٢- ان بعض المعدات والاجهزة الدقيقة والمتطورة تُستأجر في بعض الاحيان على أساس حق خيار الغاء العقد خلال مدة حياته . فنظرا للتطور التكنولوجي السريع الذي تمتاز به تقنيات بعض الاجهزة تلجأ بعض المؤسسات الى الاستئجار على أساس حق خيار الالغاء الذي يُجنب مخاطرة الضرر عن المستأجر ونقلها على المؤجر الذي يكون عادة مهيئاً بطريقة أفضل لتحمل مثل هذه المخاطر ، الا أنه وفي مقابل ذلك يقوم المستأجر بدفع غرامة معينة الى المؤجر مقابل حق خيار الالغاء تنعكس في أغلب الاحيان على دفعات الاستئجار التي ترتفع في مثل هذه الحالة .

٣- بموجب عقود الاستئجار كاملة الخدمات (Full-Service Lease) التي سبق

الحديث عنها فان المستأجر يستطيع أن يحصل وكجزء من متطلبات عقد الاستئجار على الصيانة والخدمات الاخرى اللازمة للمعدات المنوي امتلاكها ويكون المؤجر مجهزا تجهيزا جيدا لتقديم مثل هذه الخدمات والصيانة الامر الذي يدفع بعض المؤسسات الى الدخول في عمليات عقود الاستئجار هذه.

٤- تستطيع شركات التأجير المتخصصة عن طريق توحيد الاجراءات (Standardiza-tion) المتعلقة بعمليات التأجير تقليل الكلفة الادارية وكلفة العمليات، حيث تستطيع عن طريق عقود استئجار موحدة ومبسطة، واجراءات مدروسة ومتماثلة القيام بعمليات الاقراض المالي من خلال عقود الاستئجار بدون تكاليف ادارية وقانونية كبيرة، لذلك فان الاستئجار في مثل هذه الحالة يكون مصدر تمويل رخيص نسبيا للمؤسسات الصغيرة الحجم لانه يعرض تمويلاً طويل الاجل مع كلفة عمليات أقل مما هو الحال في عمليات التمويل عن طريق السندات أو الاسهم أو غيرها.

٥- تعتبر عقود الاستئجار خاصة المالية منها (Financial Lease Contracts) العمليات المفضلة، من قبل الكثير من المؤسسات التي تعتبرها بديلا عن عمليات الاقتراض المعروفة، حيث قد لا يكون في بعض الاحيان بإمكان المؤسسة اقتراض المبالغ الكبيرة المطلوبة من خلال القروض التقليدية أو المجمعة أو من خلال اصدارات السندات أو غيرها بدون ضمانات حقيقية تجعل القرض الممنوح قرضا مضمونا بالنسبة لمانحيه، الامر الذي يجبر هذه المؤسسات على امتلاك المعدات اللازمة عن طريق الاستئجار من خلال الجهات الممولة التي تعتبر المالك القانوني لهذه المعدات وتعتبر هذه المعدات الضمانة الفعلية لاموالها. وقد تفضل بعض المؤسسات عمليات الاستئجار المالي على القروض حتى ولو كان بامكانها الحصول على هذه القروض رغبة منها في اظهار هذه

العمليات خارج الميزانية (Off-Balance Sheet Financing). حيث يعتبر تمويل الاستئجار من العمليات التي يمكن اظهارها خارج الميزانية وذلك على خلاف عمليات الاقتراض العادية التي تظهر دائما ضمن الميزانية.

٦- يمكن لعمليات الاستئجار أن تؤثر على الدخل الدفتري للمؤسسة، حيث أنه من الممكن أن تظهر ميزانية الشركة وكشف ايراداتها في وضع أفضل وذلك عن طريق زيادة الدخل أو تقليل قيمة الاصول أو عن طريق الاثنين معا لأن عمليات الاستئجار التي تستوفي الشروط التي تجعلها تمويلا خارج الميزانية تنعكس على الدخل بطريقة واحدة وهي أن دفعات الاستئجار تعتبر مصروفا. أما اذا اشترت المؤسسة الاصل بدلا من استئجاره مستعملة الاقتراض لتمويل ذلك فانه يعتبر في مثل هذه الحالة أصلا من اصولها وبندا من بنود ميزانيتها له تأثيره على الأهتلاك وعلى الفوائد، وحيث أن الاستئجار يعمل عادة على أن تكون الدفعات في السنوات الاولى اقل من كلفة الأهتلاك والفوائد التي تترتب على بديل الشراء عن طريق الاقتراض، فان عمليات الاستئجار تزيد دخل الدفاتر في السنوات الاولى من عمر الاصل.

كما أن عمليات الاستئجار يمكن أن تزيد العائد الدفتري بشكل أكبر، لان القيمة الدفترية للموجودات (وهي المقام في معادلة احتساب العائد الدفتري) تكون مصرحة بأقل من الواقع (Understated) طالما أن الموجودات المستأجرة لا تظهر في ميزانية المؤسسة.

٧- يمكن لعمليات الاستئجار أن تتجنب القيود المفروضة على الانفاق الرأسمالي (Capital Expenditures Controls) خاصة بالنسبة لمؤسسات القطاع العام مما يدفع هذه المؤسسات الى اللجوء الى عمليات الاستئجار التي تمكنها من توفير المعدات والتجهيزات اللازمة لها دون اللجوء الى الحكومة لتوفير الاموال

اللازمة لشراء هذه المعدات والتجهيزات كما ينظر في بعض الاحيان الى عمليات الاستئجار على أنها اسلوب فعال للمحافظة على رأس المال والنقد الموجود لدى المؤسسات المستأجرة لاستعماله في الانفاق الجاري لهذه المؤسسات .

اتفاقيات عمليات الاستئجار (Lease Agreements)

قلنا ان عمليات الاستئجار قد تتم بالنسبة لمعدات جديدة ترغب مؤسسة ما في امتلاكها ولكنها لا تستطيع اقتراض الاموال اللازمه لشرائها لسبب أو لاخر ، أو قد لا تكون المؤسسة راغبة في اظهار مديونيتها الجديدة ضمن بنود ميزانيتها ، لذلك تلجأ هذه المؤسسات الى عمليات التمويل لهذه المعدات عن طريق الاستئجار ، وعادة ما تتكون اتفاقيات الاستئجار هذه مما يلي :

١- القرض التجاري (Commercial Loan) :

وهو قرض يتم تأمينه من قبل مجموعة من البنوك الى المستأجر وبمساعدة المؤجر وذلك لدفع الدفعات المقدمة التي تطلبها عادة الشركات المصنعة للمعدات قبل تسليم هذه المعدات ، والذي يكون عادة في حدود 10-20% من قيمة كامل عقد الأستثمار ، ويصر المؤجر على أن يكون التزام المستأجر مباشرا تجاه البنوك الممولة فيما يخص هذا الجزء من التمويل وذلك لضمان جديته وحسن نيته من جهة وحتى تبقى المعدات تشكل ضمانا أكبر بالنسبة للتمويل الذي سيتم من خلالهم مقابل عملية التأجير . وقد يتم الاستغناء عن هذا القرض اذا توفرت لدى المؤسسة الاموال اللازمة لدفع قيمته من أموالها الخاصة .

ولا يختلف هذا القرض في شروطه أو مكوناته عن أي قرض تجاري

تقليدي، وعادة ما يتم تقسيم دفعات تسديد هذا القرض حسب جدول تسليم المعدات نفسها بحيث يبدأ التسديد لاجزاء هذا القرض بعد استلام هذه المعدات أو اجزائها.

٢- عقد الاستئجار (Lease Contract):

قد يكون عقد الاستئجار هذا صادرا عن شركة مؤجرة موجودة اصلا ومتخصصة في عمليات التأجير، أو صادراً عن شركة مؤجرة يتم انشائها من قبل البنوك المقرضة لاغراض هذا العقد فقط وتكون مملوكة من قبلها. وتقوم هذه الشركة المؤجرة بتمويل عقد الاستئجار اما بكامل قيمته أو بجزء منه، عن طريق القرض الذي يمنح لها من قبل مجموعة البنوك الممولة للعقد والمالكة لهذه الشركة. ومقابل تمويل الشركة لهذا العقد تصبح المالكة الفعلية للمعدات المتعاقد عليها، الا أنها تقوم برهن هذه المعدات مباشرة لصالح البنوك المقرضة مقابل القرض الممنوح.

هذا ويجري ترتيب أمر شراء وتسليم المعدات المتعاقد عليها بحيث يقوم المستأجر باستلام المعدات مباشرة من المصنع بالنيابة عن المؤجر الذي يعتبر المالك الفعلي للمعدات والذي يعين المستأجر كوكيل عنه لاستلام المعدات وفحصها وقبولها واصدار كافة الوثائق المتعلقة بالتسجيل والترخيص المرتبط بعملياتها. وبذلك يعفي المؤجر نفسه من أية مسؤولية أو خسارة ناتجة عن عقد الشراء القائم بين المستأجر والشركة الصانعة أو أية مسؤولية نتيجة تأخير التسليم.

ويحدد عقد الاستئجار طريقة دفع أقساط الاستئجار وفيما اذا كانت ربع سنوية أو نصف سنوية، أو سنوية كما يحدد قيمة الدفعة التأجيرية الاخيرة التي يمكن للمستأجر بعد دفعها تحويل ملكية المعدات باسمه.

ومن الشروط التي تحتوي عليها عقود الاستئجار عادة ما يلي :

أ- الصيانة والتشغيل (Maintenance & Operations) :

يتعهد المستأجر بموجب هذه الشروط بقيامه بجميع عمليات الصيانة والتصليح والخدمة اللازمة للمعدات المستأجرة، وكذلك يتعهد بالحصول على جميع الشهادات والرخص اللازمة والاحتفاظ بسجلات كاملة ودقيقة بخصوص المعدات وساعات عملها وصيانتها وتصليحها. وغالبا ما تنص هذه الشروط على السماح للمؤجر بفحص المعدات من وقت لاخر للتأكد من صلاحيتها وعدم السماح للمستأجر باجراء أية تغييرات أو تعديلات على المعدات من شأنها تخفيض قيمتها أو تقليل كفاءتها.

ب- استبدال أجزاء من المعدات (Removal & Substitution of Parts) :

يتم بموجب هذا البند السماح للمستأجر باستبدال اجزاء من المعدات المستعملة من خلال أعمال الصيانة والخدمة والتصليح اللازمة للمحافظة على استمرارية عمل هذه المعدات. ولكن بشرط أن يكون الجزء المستبدل مساويا بالقيمة للجزء الاصلي وأن يكون بحالة جيدة وبحيث يبقى المؤجر هو المالك لهذا الجزء المستبدل.

ج- التأمين (Insurances) :

يقوم المؤجر بموجب نصوص التأمين بالطلب من المستأجر القيام بالتأمين على المعدات وفق ممارسات التأمين المعروفة وذلك على نفقة المستأجر ولصالح المؤجر، بحيث يكون هذا الاخير هو المستفيد من بوالص التأمين عند استحقاقها، فاذا استحقت بوليصة التأمين نتيجة التلف الكلي للمعدات يقوم المؤجر الذي يتقاضى قيمة بوليصة التأمين بتسديد كامل

المبلغ القائم على المستأجر وفوائده وبالتالي اعتبار عقد الاستئجار منتهيا، واذا ما زاد رصيد مبلغ التأمين المقبوض عن ذلك فيتم دفع الفرق الزائد الى المستأجر.

د- التعهدات (Covenants):

حيث يقوم المستأجر بموجب هذا البند بالتعهد بعدم تحميل المؤجر مسؤوليات أو التزامات ناتجة عن قيام المستأجر بتشغيل المعدات أو أية مطالبات أو غرامات أو مصاريف ناتجة عن تصنيع المعدات، أو حالتها أو تسليمها، أو شرائها، أو امتلاكها أو صيانتها أو تصليحها أو استعمالها أو تشغيلها أو تأمينها.

كما يقوم المستأجر بتقديم التعهدات والضمانات العادية والمنصوص عليها عادة في اتفاقيات القروض خاصة فيما يتعلق بعدم خضوع الدفعات لأية ضرائب أو رسوم وتعويض المؤجر عن أية مصاريف اضافية ناتجة عن اتفاقية الاستئجار وتعويضه عن أية خسائر ناتجة عن تأخره في دفع أية اقساط أو فوائد.

هـ- خيار شراء المعدات من قبل المستأجر (Option to Purchase):

يقوم المؤجر بموجب هذا البند باعطاء المستأجر حق شراء المعدات في أي تاريخ استحقاق عائد لأي من الدفعات وذلك بعد اعطاء المؤجر اشعارا يتم الاتفاق على مدته (يكون عادة 3 أو 6 أشهر) وبشرط أن لا يكون هناك اخلال بأي من شروط عقد الاستئجار.

هذا ويقوم المستأجر في حالة ممارسة هذا الحق بدفع قيمة القسط المستحق في ذلك التاريخ بالاضافة الى الرصيد القائم غير المدفوع على

المعدات منذ ذلك التاريخ وحتى انتهاء عقد الاستئجار بما في ذلك الدفعة التأجيرية الاخيرة ان وجدت، وبعد قيام المؤجر باستلام كافة المبالغ المستحقة له يقوم وعلى نفقة المستأجر بتحويل ملكية المعدات الى المستأجر دون أية تحفظات.

و- بيع او إعادة المعدات : (Sale or Return of the Equipment):

إذا انتهى عقد الاستئجار وقام المستأجر بدفع جميع الاقساط المترتبة عليه بموجب العقد وأوفى بجميع التزاماته تجاه المؤجر فان هذا المؤجر يقوم في نهاية المدة بتحويل ملكية المعدات الى المستأجر اذا ما رغب المستأجر في ذلك. اما في حالة عدم رغبته بشراء المعدات فانه يتعهد للمؤجربالقيام بالغاء كافة عمليات التشغيل التي باسمه، واعادة تسجيلها باسم المؤجر، واعادة المعدات للمؤجر بحالة جيدة، وأن تكون المعدات خالية من أية رهونات باستثناء الرهونات التي أنشأها المؤجر، وقبل أن تتم عملية تسليم أو اعادة المعدات يقوم المؤجر بفحصها للتأكد من صلاحيتها واجراء الصيانة اللازمة لها.

ز- السماح للمستأجر باستعمال المعدات بحرية (Quiet Enjoyment):

بموجب هذا البند يتعهد المؤجر بأن يسمح للمستأجر باستعمال المعدات خلال مدة الاستئجار دون أي تدخل منه، ويتعهد بأن لا ينشيء أية رهونات اضافية (باستثناء الرهونات الموجودة أصلا لصالح البنوك المقرضة) على المعدات حتى لا يؤثر ذلك على حقوق المستأجر باستعمال المعدات ولا يعيق عملياته.

اتفاقيات عمليات البيع واعادة الاستئجار (Sale & Lease Back Agreements):

تتم هذه العمليات عادة لمعدات موجودة اصلا لدى مؤسسة ترغب في الحصول على تمويل مقابلها مثلاً شركة طيران ترغب ببيع طائراتها واعادة استئجارها لتستفيد من حصيلة البيع في تمويل عملياتها. حيث تقوم هذه المؤسسة ببيع الطائرات الى الشركة المؤجرة والتي قد تكون كما أسلفنا شركة تأجير متخصصة أو شركة قامت البنوك المقرضة بانشائها لاغراض تنفيذ عقد معين، وتقوم في نفس الوقت بإعادة استئجارها من هذه الشركة. حيث يتم ذلك عادة بانشاء الشركة المؤجرة من قبل البنوك المقرضة والمملوكة من قبلها وتسجيلها في احدى الدول المعفاة من الضرائب، وتقوم مجموعة البنوك بعد ذلك باقراض الشركة المؤجرة بما يمثل حوالي 70-75% من قيمة الطائرات المتفق على بيعها واعادة استئجارها وفق تقييم يتم عند تاريخ اجراء العملية، حيث تقوم بعد ذلك هذه الشركة بشراء الطائرات من المؤسسة مقابل المبلغ المتفق عليه والذي غالبا ما يتم بأقل من القيمة السوقية للمعدات حتى تشكل هذه المعدات ضمانا أكبر للشركة المؤجرة، ثم تقوم بعد ذلك بتأجير الطائرات الى المستأجر بموجب عقد استئجار مالي يتم الاتفاق على شروطه ومدته وطريقة دفعه. هذا وقد تنص اتفاقية الاستئجار اما على تسديد مبلغ التمويل كاملا من خلال اقساط متساوية على طول مدة حياة العقد، أو من خلال اقساط متساوية لجزء معين من التمويل على أن يتم تسديد الجزء الباقي كقيمة تأجيرية نهائية تدفع في نهاية مدة العقد، وفي هذه الحالة فقد تطلب الشركة المؤجرة بعض الضمانات الاضافية التالية مجتمعة أو منفردة:

* قيام المستأجر بالاحتفاظ بمبلغ معين كوديعة قد تتقاضى فائدة توضع تحت تصرف المؤجر لاستعمالها في حالة تخلفه أو تأخره عن الدفع.

* قيام جهة اخرى بكفالة المؤسسة لدى الشركة المؤجرة ضمانا لقيامها بالوفاء بالتزاماتها.

* الطلب من المستأجر الالتزام بنسبة ضمان معينة (Collateral Ratio) يتم احتسابها بحيث لا تقل عن نسبة الرصيد غير المسدد من التمويل الى قيمة المعدات عند تقييمها والذي قد يتفق على أن يتم سنويا، عند حد معين متفق عليه، وفي حالة ارتفاع النسبة عن هذا الحد يتم الطلب من المستأجر اضافة ضمانات جديدة تكون مقبولة للشركة المؤجرة أو سداد جزء من التسهيل القائم لتغطية الفرق.

* الطلب من المستأجر تقديم كفالة مصرفية، أو اعتماد تحت الطلب لمواجهة أي تدني في القيمة السوقية للمعدات المعاد استئجارها يؤثر على الضمانات الممنوحة للمؤجر، وتؤخذ هذه الكفالة أو الاعتماد عادة بعين الاعتبار لاغراض احتساب نسبة الضمان المشار اليها سابقا والتي يطلب من المستأجر المحافظة على عدم زيادتها عن نسبة معينة يتفق عليها تتراوح عادة بين 70-75%.

وتتكون معادلة نسبة الضمان مما يلي:

$$\text{نسبة الضمان} = \frac{\text{ر. ق} - \text{ك}}{\text{ق}} \times 100$$

حيث أن (ر. ق) هو الرصيد القائم غير المسدد من مبلغ التسهيل، (ك) هي الضمانات المطلوبة بموجب الكفالة أو الاعتماد تحت الطلب و (ق) هي قيمة المعدات المستأجرة، عند كل تقييم دوري.

وتتكون عمليات البيع واعادة الاستئجار عادة من الاتفاقيات التالية:

أ- اتفاقية الشراء (Purchase Agreement)

وهي الاتفاقية التي تقوم بموجبها الشركة المؤجرة بشراء المعدات من المستأجر، حيث تتضمن تحديد شروط الشراء وسعر الشراء وكافة الامور المرتبطة بعملية الشراء.

ب- اتفاقية القرض بين البنوك المقرضة وشركة التأجير (Loan Agreement):

وهي الاتفاقية التي يتم بموجبها تزويد الشركة المؤجرة بالاموال اللازمة حتى تستطيع هذه الشركة شراء المعدات ودفع قيمتها الى المستأجر ومن ثم اعادة تأجيره هذه المعدات .

جـ- اتفاقية التأجير (Lease Agreement):

وهي الاتفاقية التي تتم بين الشركة المؤجرة والمستأجر والتي يتحدد بموجبها شروط الاستئجار والدفعات المترتبة على المستأجر ، والتي لا تختلف عن اتفاقية التأجير السابق ذكرها .

د- تعهد بقيمة المعدات عند نهاية العقد (Deed of Indemnity):

حيث تتعهد المؤسسة المستأجرة الى الشركة المؤجرة بأن قيمة المعدات في نهاية مدة العقد لن تقل عن الرصيد القائم وغير المدفوع بموجب اتفاقية التأجير .

وفي الختام يمكن القول أن عمليات الاستئجار ، والبيع وإعادة الاستئجار أصبحت مصدرا من مصادر التمويل الآخذة في الانتشار في الاسواق الدولية ، حيث أن بعض المؤسسات التمويلية أصبحت تفضلها على عمليات الاقتراض العادية بالنظر لأرتفاع العائد عليها ، وانخفاض مخاطرتها في ظل الضمانات الحقيقية التي تتضمنها والتي تتجاوز الضمانات والتعهدات الورقية ، الامر الذي دفع بعض البنوك والمؤسسات التمويلية الى انشاء دوائر متخصصة للقيام بهذا النشاط .

الفصل الرابع

References
1. Dougall, Herbert E./ Gqumnitz, Jack E., Capital Markets and Institutions, Prentice-Hall: N.J., 1986.
2. Gitman, Lawrence J., Principles of Managerial Finance, 9th ed., Addison Wesley: Reading M.A., 2000.
3. Liaw, Thomas K., Capital Marets, Thompson/ South Western: Mason, Ohio, 2004.
4. Rose, Peter S., Money and Capital Markets, 8th ed. MacGraw Hill- Irwin: Boston, 2003.

الفصل الخامس

اسواق التمويل الدولي الثانوية

١- الخصم دون حق الرجوع (فورفيتنغ) FORFAITING

٢- الأستحصال (فاكتورينغ) FACTORING

٣- تمويل الذمم المدينة ACCOUNTS RECEIVABLE FINANCING

٤- سوق القروض والسندات المتعثرة LOW-RATED FINANCIAL INSTRUMENTS

الفصل الخامس:

اسواق التمويل الدولي الثانوية

مقدمة :

تهدف اسواق التمويل الدولي الثانوية الى اتاحة المجال أمام الدائنين في بلد ما لمدينين في دول أخرى لتسييل موجوداتهم من هذه الديون بسهولة ويسر فالتمويل الدولي بواسطة اصدارات السندات يتيح للدائن حامل السند بيعه في اي وقت يشاء في السوق الثانوية وبسعر سوقي عادل وموضوعي، حيث تتم مراقبة هذه الأسواق من قبل هيئة الأوراق المالية في كل بلد تتواجد فيه سوق ثانوية للسندات ومن قبل هيئة متداولي السندات الدولية AIBD في حالة السندات الصادرة بالدولار الحر Eu-robonds.

أما بالنسبة للقروض المجمعة وعمليات تمويل التبادل التجاري الدولي من خلال السحوبات الزمنية المقبولة مباشرة او تنفيذ الأعتمادات مستندية مؤجلة الدفع فلها اسواق خاصة بها تتولى تسعير الدين المعروض استنادا للعائد الذي يطلبه المستثمرون في سبيل تحمل مخاطر الدين التجارية والسياسية المتمثلة في مخاطر دولة الجهة المدينة. وفي هذا الأطار سنتعرض الى سوق الخصم دون حق الرجوع Fdrfaiting وسوق الأستحصال وسوق القروض والسندات المتعثرة.

١- عمليات الخصم دون حق الرجوع (الفورفيتنج (Forfaiting)

تسمى عملية خصم اوراق الدين بدون حق الرجوع (فورفيتينغ)، وتتكون من شراء الكمبيالات أو السحوبات المقبولة من قبل شركة أو مؤسسة متخصصة (الفورفيتر) أو (الخاصم) بدون حق الرجوع على البائع، وبالتالي تصبح كل مخاطر ومشاكل عملية التحصيل على عاتق هذه المؤسسة التي تقوم بدفع قيمة

الاوراق للبائع بعد اجراء عملية الخصم اللازمة لتغطية تكاليف ومخاطر المؤسسة .

والفورفيتينغ كلمة مستمدة الاصل من اللغة الفرنسية "A FORFAIT" وتعني "تنازل الخاصم عن حق الرجوع" فالمصدر يتنازل عن حقوقه في قبض قيمة الأداة المخصومة ويتحمل الخاصم مخاطرة التحصيل بأكملها .

وعلى الرغم من عدم وجود تعريف ثابت للفورفيتينغ ، فان الخصائص التالية هي مشتركة لاغلب هذه العمليات :

١- بدون حق الرجوع الى المصدر .

٢- تمويل بسعر فائدة ثابت .

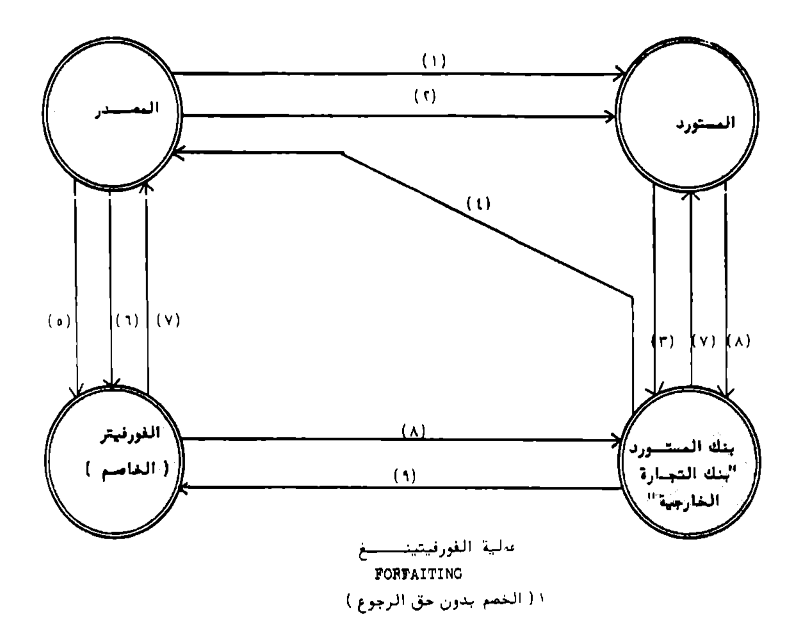
٣- مكفولة من قبل بنك أو مؤسسة اخرى .

٤- كمبيالات أو سحوبات مخصومة .

٥- المسحوبات غير مكفولة أو غير مؤمنة من قبل مؤسسة تصدير رسمية أو شركة تأمين خاصة على غرار القروض التصديرية .

والنقطة الاساسية لهذه العمليات هي انها مرنة والمؤسسة التي تقوم بالتمويل تكون مستعدة لتقديم الخدمة لمقابلة احتياجات كل من المصدر والمستورد .

الشكل (5/1) يبين الخطوات التنفيذية لعملية الفورفيتينغ .



عملية الفورفيتينــــغ
FORFAITING
(الخصم بدون حق الرجوع)

(١) عقد توريد بضائع بالدفع المؤجل بين المستورد والمصدر.

(٢) تسليم البضاعة للمستورد مقابل كمبيالات المستورد أو السحوبات المقبولة منه.

(٣) تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة من المستورد الى بنك المستورد/ بنك التجارة الخارجية في بلده الذي يكفلها.

(٤) تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبوله والكفولة الى المصدر.

(٥) عقد الفورفيتينغ (الخصم) بين المصدر والفورفيتر (الخاصم).

(٦) تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة والمكفولة الى الفورفيتر.

(٧) دفع قيمة الكمبيالات أو السحوبات الى المصدر.

(٨) تقديم الكمبيالات او السحوبات المقبولة والمكفولة للدفع الى البنك الكافل.

(٩) الدفع بتاريخ استحقاق الكمبيالات أو السحوبات الى الخاصم.

ما هي هذه العمليات وكيف تعمل؟

هي خصم مستحقات التصدير بدون حق الرجوع وهي بالتالي شكل من اشكال القرض للمصدر، حيث يقوم المصدر بعرض شروط قرضه للمشتري ويقوم من ثم ببيع الدين الى الجهة الخاصة بدون حق الرجوع عليه، هذا وتقوم البنوك بهذه الخدمة بالاضافة الى بعض المؤسسات المتخصصة الاخرى غير البنكية.

وهذا النوع من العمليات ملائم للعقود التي تنتهي منها التزامات المجهز من العقد بمجرد شحن البضاعة، اما بالنسبة للعقود الكبيرة والمعقدة فمن الافضل تمويلها بواسطة القروض.

وفي عمليات الفورفيتينغ فانها بدلا من قيام المصدر بتأمين مخاطرة عدم الدفع من قبل المشتري فانه يطلب كفالة بنكية للورقة التجارية مما يعطيه دفعاً فورياً في حالة اخلال المشتري بالدفع، وهذه الكفالة عادة ما تعطى من قبل بنك المستورد الذي يعرف الاوضاع المالية للمستورد.

وهذه الكفالة أو القبول (AVAL) والتي يمكن ان تأخذ شكل اعتماد الضمان ايضا تجعل الدين المتمثل في الكمبيالة أو السحب مغرياً اكثر بالنسبة للبنك الخاصم، والقبول (AVAL) الذي يأخذ شكل توقيع البنك على وجه الكمبيالة أو السحب هو اسهل ومفضل اكثر من قبل البنوك الخاصمه (FORFAITEURS)، وهذا النوع من العمليات يلائم عقود التصدير المتوسطة والكبيرة التي تشمل قروضاً متوسطة أو قصيرة الاجل حيث ان العقود ذات المبالغ الصغيرة نادرا ما تؤدى الى خلق كمبيالات أو سحوبات والتي بدونها لا يستطيع البنك اجراء عملية الخصم.

وهذه الكمبيالات والسحوبات المكفولة هي من الادوات القابلة للتداول حيث من الممكن بيعها وشرائها من قبل البنوك والمستثمرين الاخرين، ووجود سوق ثانوي

لمثل هذه الادوات المخصومه يزيد من قدرة البنوك على قيامها بهذا النوع من العمليات للمصدرين وبالتالي اتخاذ قرارات سريعة بهذا الشأن .

ان القبول (AVAL) من البنك عادة ما يغني عن الحاجة لتقييم الوضع المالي للمشتري بعمق حيث ان الخاصمين يهمهم الوضع المالي للبنك الكفيل وكذلك الوضع الاقتصادي لبلد المستورد حيث ان المخاطرة التجارية المتمثلة في وضع المشتري قد تم تجنبها بهذا القبول ولكن تبقى مخاطرة البنك وكذلك مخاطرة البلد، وهذا ما يساعد الخاصمين على اتخاذ قرارهم بشراء الدين أو عدمه .

يوجد متغيران بالنسبة لعملية الخصم (الفورفيتينغ)، الاول هو توفر الورقة التجارية للخصم وذلك بعد اتمام عملية التصدير، والثاني هو عدم توفر هذه الورقة قبل التصدير وبالتالي طلب المصدر من البنك تأكيد قيامه بعملية الخصم وشراء الورقة التجارية عند توفرها اي بعد اتمام عملية الشحن وفي هذه الحالة عادة ما يطلب المصدر معرفة سعر الخصم الذي سيطبق على الكمبيالات والسحوبات في المستقبل، وبالتالي التزام البنك به حيث يكون المصدر قد حمى نفسه من تغير هذه الاسعار بين تاريخ شحن البضاعة والوقت الفعلي الذي سيتم خصم الورقه فيه- وهذه الحماية ضد تقلبات اسعار الفوائد تشبه الحماية ضد تقلبات اسعار العملات الاجنبية التي يمكن تغطيتها عن طريق عقود العملات الاجنبية الاجله أو عمليات التحوط المشابهة - علما بأن البنك الخاصم (FORFAITEUR) يكون عادة على استعداد لمساعدة المصدر في احتساب اسعار الفوائد وبالتالي المبالغ التي يجب تضمينها في العقد التجاري .

العمولات والمصاريف :

يتقاضى البنك عمولة التزام لتعهده بالقيام بعملية الخصم، وكذلك لتعهده بتثبيت سعر الخصم لمدة معينة محددة، كما يتقاضى عمولة مقابل اعطاء البنك

للمصدر الخيار للدخول في مثل هذا الالتزام وتسمى هذه العمولة عمولة الدخول (BIDDING FEE) وهي تشبه الى حد ما عمولة تغطية الفترة من تاريخ العطاء وحتى تاريخ المناقصة في العطاءات (Tender To Contract Cover) الممنوحة للمصدرين مقابل تغطيتهم ضد مخاطر تقلبات اسعار العملات الاجنبية خلال الفترة من تقديم العطاء وحتى الحصول على العقد.

ان كلفة الخصم تحسب في البنوك على اساس اسعار اعادة الخصم، وعمولة الالتزام، وعمولة الدخول، فبالنسبة لسعر اعادة الخصم فانه يعكس كلفة الاموال على البنك وعادة ما يعبر عنه في الاسواق الدولية باللايبور (سعر الاقراض ما بين بنوك لندن) لمدة القرض المعنية بالاضافة الى هامش فوق هذا السعر ليغطي المخاطرة التي يتحملها البنك والربح الذي ينوي تحقيقه.

هذا ويتم تطبيق سعر الخصم وكذلك اية مصاريف أو عمولات على القيمة الاسمية للكمبيالة أو السحب المخصومين. ويوجد عامل اخر مهم في تحديد كلفة الخصم وبالتالي في عملية الخصم الفعلية وهو ما يسمى "بأيام السماح" وهي المدة أو عدد الايام المقدره للبنك الخاصم قبل ان تصل الاموال الى حسابه وهذه المدة تضاف عادة الى كل تاريخ استحقاق تجنبا لاي تأخير قد يحدث وبالتالي يتم احتساب الخصم حتى ذلك التاريخ المتأخر.

وعادة ما تقوم البنوك الخاصمه "باجراء اضافة ايام السماح" لان اي تأخير في استلام الاموال يكلف البنك اموالا من الصعب ان يحصل عليها البنك من اية جهة حيث جرت العادة على عدم ذكر اية فوائد تأخير على متن السحب أو الكمبيالة، ولان المصدر لا يكون معنيا في العملية بعد الخصم والمستورد لن يكون مهتما بذلك، من هنا يتبين ان البنك الخاصم باضافته لعدد ايام السماح هذه يكون قد اخذ بعين الاعتبار اية مصاريف أو كلفة لاي تأخير محتمل للدفع.

وعمولة الالتزام التقليدية لمثل هذه العمليات هي 1% سنويا اما العمولة الفعلية فتحدد بناء على قرار الخاصم لتعكس درجة المخاطرة المعنية . كما وتحتسب عمولة الدخول ايضا على نفس الاساس حيث تزداد كلما ازدادت درجة المخاطره، اما بالنسبة لسعر الخصم فغالبا ما يشار اليه كسعر خصم مباشر (STRAIGHT DIS-COUNT RATE) وهذا يعني سعر خصم بسيط اي غير مركب، وفي بعض الحالات يعطى هذا السعر على اساس سعر "خصم المردود" (DISCOUNT TO YIELD) وهو اختصار لسعر فائدة كافي ليعطي مردود سعر فائدة محدد اي انه فعليا سعر فائدة مكون من كلفة الاموال بالاضافة الى الهامش الذي سبق ذكره، ومن الممكن مقارنته بسعر فائدة على قرض للمستورد لنفس العملية، علما بأن أغلب البنوك تعطي اسعار الخصم على اساس سعر الخصم المباشر .

واهمية هذه الاسعار تكمن في انها تساعد المصدر على احتساب المبالغ الواجب اضافتها الى العقود التجارية، حيث انه كما بينا سابقا فان سعر الخصم يتم تطبيقه على القيمة الاسمية للسحب أو الكمبيالة وهي القيمة التي يتم الاتفاق عليها بين المصدر والمستورد، ويحتاج المصدر للتأكد من البنك بأن سعر فائدة معين بالاضافة الى سعر خصم معين سيؤمن له الحصول على السعر النقدي الذي يرغب بالحصول عليه لبضاعته .

وعادة ما تقوم البنوك بتقديم هذه الخدمة باحتساب الكلفة واعادة احتسابها ومراجعتها، اثناء المفاوضات كلما تغيرت قيمة العقد أو العملة أو مدة القرض أو برنامج السداد أو اسعار الفوائد .

التوقيت (TIMING)

كجزء من شروط الدفع في العقد التجاري، يقوم البائع والمشتري بالاتفاق على

كيفية انشاء الكمبيالات أو السحوبات، فمن المعروف انه يوجد ثلاث طرق للتعبير عن شروط الدفع نقدا:

١- نقدا قبل الشحن.

٢- نقدا بعد الشحن، مع تعهد البنك باصدار كفالة بأن الدفع سيتم.

٣- نقدا بعد الشحن، مع تعهد المستورد بأن الدفع سيتم.

وكذلك بالنسبة لتسديد الدين فانه يوجد ثلاث طرق للتعبير عنها:

١- يتم تزويد المصدر بالسحوبات أو الكمبيالات المكفولة قبل الشحن.

٢- يتعهد البنك بموجب اعتماد مستندي بقبول كمبيالات أو سحوبات زمنية حال تقديم المصدر المستندات التي تثبت شحن البضاعة والتزامه التام بشروط الأعتماد.

٣- يتعهد المستورد بالحصول على كفالة أو تعهد بنكي بالدفع عند تقديم السحوبات أو الكمبيالات للبنك مع مستندات الشحن بعد الشحن.

والخاصم (FORFAITEUR) لا يهمه عادة كيف حصل المصدر على ادوات الدين حيث انه لن يخصمها الا بعد ان يستلمها ويجدها مقبولة لديه، وبالتالي فان طريقة توقيت الحصول على السحوبات أو الكمبيالات تبقى قرارا يتم الاتفاق عليه بين المصدر والمستورد ويعتمد على درجة الثقة في علاقتهم التجارية معا. اذا كان بامكان المصدر الحصول على الكمبيالات أو السحوبات قبل الشحن فان ذلك يعني انه يمكن حدوث الخصم فورا، اما اذا ترتب وصول مستندات الشحن الى المستورد قبل اكتمال السحوبات أو الكمبيالات وبالتالي اعادة ارسالها الى المصدر، فان عملية الخصم سوف تتأخر لعدة اسابيع بعد الشحن، علما بأن الطريقة الاخيرة هي المتبعة

عادة حيث ان معظم المشترين وبالتأكيد معظم البنوك لن تلتزم بأية تعهدات بالدفع الا بعد شحن البضائع .

مميزات الـ (FORFAITING) :

سيتم اخيرا تناول مميزات الـ (FORFAITING) بالنسبة لكل من المصدر والمستورد وكذلك المؤسسات الاخرى المعنية بالموضوع .

اولا : بالنسبة للمصدر

يوجد العديد من المميزات بالنسبة للمصدر من اهمها :

١ - يعتمد التمويل بدون حق الرجوع ما دام المصدر قد اوفى بالتزاماته بموجب العقد التجاري وقدم المستندات الصحيحه للبنك ، حق عدم الرجوع يعني ما يلي للمصدر :

أ) عدم تأثره بتغيرات وتذبذبات اسعار الفوائد خلال مدة القرض .

ب) عدم تأثره بتغيرات وتذبذبات اسعار العملات الاجنبية بعد الخصم اذا كان تعاقده بعملة اجنبية .

جـ) تجنب مخاطرة كل من المشتري ، وبنك المشتري وبلد المشتري .

د) تجنب مشاكل ادارة البيع وتحصيل الدفع .

٢ - عدم الحاجة لاجراء تأمين لفترة ما بعد الشحن ، ودفع علاوات التأمين .

٣ - امكانية قيام المصدر باعطاء المستورد تمويل كامل (100%) خاصة اذا كان ذلك يساعد المستورد وفي صالحه ويجعل عرض المصدر اكثر منافسه ، وذلك بافتراض حصول المصدر على دفعة مقدمه وبافتراض قبول البنك الخاصم لهذا الترتيب .

٤- مرونة برنامج السداد لملاءمة المستورد واجراءات بلد المستورد فاذا كان مطلوبا فترة سماح اطول قبل بدء السداد، أو الدفع بواسطة دفعات سنوية أو اي شيء خارج عن الاجراءات الاعتيادية ليلائم التدفقات النقدية للمستورد، واذا تم قبول ذلك من قبل البنك الخاصم فمن الممكن ادخال هذه الترتيبات واضافتها حيث لا يوجد شروط وتوثيق متفق عليها ليتم الالتزام بها كما هو الحال في قروض التصدير الاعتيادية.

٥- لا تتطلب هذه العمليات حدود محدده مسبقا بالنسبة "للمكون الاجنبي" في البضاعة وهذه النقطة هامة جدا بالنسبة للبضائع ذات المصدر المتعدد.

٦- لا يوجد اجراءات وقواعد محدده لتصنيف فترات التمويل حسب انواع البضائع، حيث ان كل بنك يتخذ قراره لوحده فيما اذا كانت شروط الدفع وفترة التمويل معقوله بالنسبة لنوع البضاعة وقيمة العقد المعني.

٧- لا يشترط وجود علاقة حساب بنكية بين المصدر والبنك الخاصم فالمصدر يستطيع استخدام افضل البنوك بالنسبة لكل عقد على حده فكل عملية يتم التعامل معها لوحدها، وحيث ان الخصم هو بدون حق الرجوع، فان البنك يكون راغبا وسعيدا بالتعامل مع اشخاص ليسوا بزبائنه، على الرغم من انه يكون راغبا في التأكد نفسه من المصدر ومن قدرته على الوفاء بعقد التصدير.

٨- لا تؤثر تسهيلات هذه العمليات على تسهيلات المصدر المالية الاخرى.

٩- ليس لهذه العمليات صدى اعلامي كبير، لذلك ان المنافسين لن يعرفوا بالطريقة التي تمت بها عملية التمويل حتى المستورد نفسه فقد لا يعرف ان سحوباته أو كمبيالاته قد خصمت بدون حق الرجوع.

١٠-تحتاج هذه العمليات الى توثيق بسيط نسبيا وليس كما هو الحال بالنسبة لعمليات التوثيق المعقده والمطوله بالنسبة لاتفاقيات القروض التي تتم بين العديد من المؤسسات والعديد من المحامين .

ثانيا : بالنسبة للمستورد/ المشتري

ان المميزات التي يحققها المستورد من هذه العمليات متشابهة ومتداخله مع المميزات التي يحققها المصدر ومن اهم هذه المميزات :

١- السرعة والمرونة والبساطة .

٢- امكانية الحصول على تمويل كامل (100%) .

٣- امكانية التمويل للبضائع ذات المنشأ المتعدد في نفس العملية .

٤- ترتيب برنامج جدول السداد واسعار الفوائد لتتمشى مع اجراءات المستورد ومقابلة احتياجات تدفقاته النقدية .

٥- في حالة عدم استعمال الاعتمادات المستندية فان العمولات البنكية تكون قليلة .

٦- امكانية منح التمويل بعملات مختلفة ومتعددة .

٧- يكون التمويل أو الاقراض متاحاً على الرغم من عدم وجود غطاء تأميني سواء من القطاع العام أو الخاص في بلد المصدر .

ثالثا : بالنسبة للمؤسسات الاخرى

ان هذه العمليات مقبوله ومغرية للبنوك والمؤسسات الاخرى حيث تحقق هذه البنوك والمؤسسات ارباحها من الهوامش ومن ادارة استثماراتها ، كما انها تقدم خدماتها التصديرية العديده الى زبائنها بحيث لا يجعلهم يحتاجون للتعامل مع بنوك اخرى في هذا المجال .

٢- عمليات الفاكتورينغ (الاستحصال) FACTORING

ينظر البعض الى عمليات الفاكتورينغ (الاستحصال) على انها عمليات مشابهه لعمليات الفورفيتينغ فيما عدا انها تتم في العادة مع حق الرجوع على البائع، كما انها تمول السلع الاستهلاكية وليس السلع الرأسمالية، وبالتالي فهي في الاساس لتمويل فترات لا تتجاوز 90-180 يوماً، بالاضافة الى ان البائع لا يحول كامل المخاطره على الخاصم كما هو الحال في الفورفيتينغ اذ ان البنوك لا تدفع في العادة الا ما بين 75-90% من قيمة اوراق الدين.

مع ذلك فانه ليس هناك تعريف محدد ووصف دقيق لمثل هذه العمليات لما تتمتع به من مرونه كبيرة وتغيرات مستمره في اوجه هذا النشاط، ولكن المتفق عليه هو ان عمليات الاستحصال "في اطارها العام هي عبارة عن شراء استحقاقات المجهز (البائع) وفق ترتيبات متفق عليها"، وقد حصلت تغييرات كبيرة على ترتيبات الاستحصال وتطورات متعددة لمقابلة احتياجات كل من البائعين والمشترين ومؤسسات الاستحصال(١) نفسها.

وعمليات الاستحصال تؤمن الفرصة لتمويل الفترة ما بين بيع البضاعة وقبض ثمنها، حيث يقوم البائع بتحويل فواتير ووثائق البيع الى شركة استحصال لتقوم هذه الاخيره بدورها بتغطية نسبة مئوية معينه من قيمة هذه الفواتير أو الوثائق تتراوح في معدلها حوالي 80% من القيمة وبحيث تصبح مهمة مؤسسة الاستحصال تحصيل قيمة الفواتير أو الوثائق بالتواريخ المتفق عليها، وتقوم بدفع الرصيد القائم الى البائع عند قبض القيمة أو بتاريخ لاحق

---

(١) غالباً ما تكون هذه المؤسسات مملوكه كلياً أو جزيئاً للبنوك حيث دخلت البنوك الدولية هذا المجال في منتصف الستينات، فشركة لومبارد المشهورة مملوكة كلياً من قبل بنك ناشونال وستمنستر، وشركة هيلر مملوكه بنسبة ٩٥٪ من قبل فوجي بنك وغيرها.

يتم الاتفاق عليه .

ان خدمة الاستحصال هذه اما ان تكون على اساس حق الرجوع أو على اساس دون حق الرجوع وهذا يعتمد على طبيعة المخاطره المعنيه المتمثله في مخاطرة عدم قيام العميل بالوفاء بالتزاماته ، ففي حالة حق الرجوع فان المجهز يتحمل مخاطرة الاستحقاقات التي باعها الى مؤسسة الاستحصال حتى ولو كان الدفع مؤداه عدم قدرة المشتري المالية على الدفع ويسمى هذا بالنسبة للمحصل خيار اعادة البيع (Sell-Back Option) بينما في حالة عدم حق الرجوع فتقع المسؤولية على المحصل اذا لم يتم الدفع من قبل المشتري .

وتجدر الاشارة هنا الى ان جميع تسهيلات الاستحصال تكون مع حق الرجوع في حالة وجود خطأ معين من قبل المجهز فيما يتعلق بالبضاعة المرسلة .

ومن المهام التي تقوم بها مؤسسة الاستحصال توفير الحماية اللازمة مقابل الديون الرديئة ، والقيام بعمليات ادارة الديون وتحصيلها وادارة حسابات البيع متعددة العملات ، والحماية من تقلبات اسعار العملات الاجنبية . حيث انه في حالة تعامل المصدر بالعملات الاجنبيه ، فبامكانه الحصول على العمله المحليه بكامل قيمة الفاتورة وبالتالي فأن المصدر يتجنب مخاطر تقلبات اسعار العملات الاجنبيه دون الحاجة الى الدخول في عقود اجله (Forward Operations) لعمل ذلك وبالتالي فان هذه المخاطره تنعكس على مؤسسة الاستحصال ذاتها .

ويستطيع المصدر الحصول على الاموال كلما احتاج الى ذلك ، حيث لا يوجد سقف ائتماني لان التمويل هنا مرتبط بحجم المبيعات ويزيد بازدياده .

ان المصاريف التي تدفع مقابل خدمات الاستحصال ، بما فيها الحماية من الديون السيئه ، تختلف حسب تقدير شركة الاستحصال لحجم العمل وتقديرها

للمخاطره المرتبطه بكل مجهز على حده وان كانت تتراوح في اغلب الاحيان ما بين 0,5% الى -,3% من قيمة المبيعات المحصله .

وتعتبر هذه الكلفة عادة اقل من الكلفة التي من الممكن ان يتحملها المجهز عند قيامه بهذه العمليات بنفسه خاصة بالنسبة للمجهزين الجدد الذين يرغبون في النمو بسرعة، حيث انه يمكن توجيه الموارد في هذه الحاله الى اولويات اخرى كالانتاج والمبيعات، خاصة وان هذا النشاط يتطلب مصاريف اداريه كثيرة بالاضافة الى المصاريف القانونية المرتبطة بالمستحقات ذاتها، ومصاريف جمع المعلومات وكلفة تأمين الدين والعلاوات المدفوعه وغيرها، وبالتالي نجد ان شركات الاستحصال على استعداد للقيام بهذه الخدمة ومقابلة احتياجات المجهزين المختلفة بكلفة اقل وذلك لاستفادتها من اقتصاديات الحجم (Econo-mie s of Scale) في هذا المجال .

ان العلاقة بين مؤسسة الاستحصال وعميلها هي علاقة خاصه ووطيده واكثر من تلك العلاقات الموجوده في اغلب انواع تمويل التصدير الاخرى، حيث ان المحصل يجب ان يدرس العديد من الامور المرتبطه بهذا العمل قبل اتخاذ قراره بالدخول في اتفاقية استحصال مع عميله، فمن الامور المهمه للمحصل دراسة انواع السلع والخدمات المنتجه وكفاءة الادارة ومدى خبرتها، وانظمة المراقبه الداخليه للمشروع وشروط التجاره المتعامل بها .

وعادة ما تتم عمليات الاستحصال الدولي من خلال نظام مراسلين(١) حيث يقوم محصلوا التصدير عادة بالتعاقد مع محصلين في دول المستوردين مما يزيد من سرعة ونوعية الخدمات المقدمة، حيث ان محصل الاستيراد هذا يتعامل

---

(١) بعض مؤسسات التحصيل لها شبكة فروع مراسله تزيد عن ثلاثين دولة ممتدة عبر القارات المختلفه .

مع مستلمات محلية ولذلك فهو يعمل في سوق ونظام قانوني معروفين لديه وبالتالي يتحمل المخاطرة التجارية للعميل، ويقوم بتحصيل المستلمات ويتخذ الاجراءات القانونية ان لزم الامر ويغطي اية ديون غير مدفوعة ويحول الاموال الي محصل التصدير وحسب نوع عملة الفاتورة، واذا قام محصل التصدير بهذه العمليات لوحده فانه قد يواجه مشكلات في التعامل مع محيط واطار قانوني غير معروف جيدا له بالاضافة الى صعوبة الحصول على تقييم ائتماني جيد للعملاء في الدول الخارجية.

تتبع هذه العمليات عادة اجراءات محدده، حيث يقوم العميل اولا باعلام محصل التصدير برغبته في التعامل مع مستورد ما، فيقوم محصل التصدير بدوره بالاتصال بمحصل الاستيراد في بلد المستورد لتقييم وضعه المالي والائتماني، وبعد استلام التقرير الائتماني المقبول فان العميل يشحن البضائع ويقدم الوثائق والفواتير اللازمه الى محصل التصدير، حيث يقوم هذا بدوره بدفع قيمة الفواتير وارسال نسخ عنها الى محصل الاستيراد ليقوم بتحصيل الدفعات من المستورد ودفع قيمتها الى محصل التصدير بالتواريخ المحدده، ويتبين من هذا الترتيب انه ليس للمجهز اية علاقات مع محصل الاستيراد، على الرغم من معرفته لدوره، حيث تبقى جميع العلاقات المالية والقانونية محصورة بين المجهز ومحصل التصدير.

٣- عمليات تمويل الذمم المدينه

(ACCOUNTS RECEIVABLE FINANCING)

حيث يقدم البنك بموجب هذا النوع من التمويل الاموال اللازمه للمجهزين (البائعين) وذلك بضمانة مطالباتهم تجاه عملائهم (المشترين)، حيث يطلب البنك

مقابل هذا التمويل تحويل مطالبات كافيه لضمان القرض الممنوح بالاضافة الى قيام البنك بالحصول على كافة المعلومات الضرورية المتعلقة بحجم معدل الدوران، ووضع الديون لدى الشركة المقترضة، وغير ذلك من المعلومات التي يجدها لازمه لاتخاذ قراره. وحيث انه ينشأ عن التعامل بالبضائع اوضاع تؤدي الى اعادة بعض البضاعة، أو منح خصومات معينة عليها أو تحمل مخاطر تتعلق بمركز العميل، أو بالاوضاع السياسيه والاقتصاديه أو تحويل العملة، لذلك فان البنك يمنح قرضا بما نسبته 65-70% من قيمة المطالبات المحوله له، اي انه بذلك يطالب بنسبة تغطية تتراوح بين 140-15% أو أكثر من ذلك.

وفي حالة تمويل حسابات المقبوضات فانه لا يتم اعلام عميل المجهز (المستورد) عن عملية تحويل الدين، لذلك فان تمويل حسابات المقبوضات تبقى على مسؤولية المجهز وتعتبر قرضا ممنوحا له مباشرة، لذلك نجد ان البنك يعتمد على سمعة المجهز ومركزه المالي كما هو الحال بالنسبة لاي دين غير مضمون (UNSECURED DEBT) حيث يقوم بدراسة ميزانية العميل وحسابات الارباح والخسائر لديه مع مطالبته بالتزويد الدوري لهذه الحسابات، كذلك يراقب وضع ديون الشركة ومركزها المالي بشكل مستمر وذلك على اعتبار ان هذا الدين ممنوحا في الاصل على اساس الثقة، فاذا ما اثبتت دراسات البنك ان وضع العميل جيد فيتم عادة وضع سقف للدين يمنح للعميل لكي يستطيع بموجبه السحب منه مقابل المطالبات المحوله من قبله الى البنك على اساس نسبة غطاء متفق عليها.

ويظهر من هذا ان هناك بعض التشابه في فكرة كل من التمويل من خلال حسابات المقبوضات والتمويل ومن خلال عمليات الفاكتورينغ (الاستحصال) الا انه ايضا هناك بعض الفوارق الاساسية بين العمليتين والتي يمكن من خلال النظر اليها معرفة الطبيعة الخاصة بكل من هاتين العمليتين وذلك على النحو التالي:

تمويل حسابات المقبوضات:	التمويل من خلال الفاكتورينغ الاستحصال:
١) تحويل حسابات المقبوضات الى البنك كضمانة .	١) بيع حسابات المستلمات الى : مؤسسة الاستحصال .
٢) دفعه مقدمه للمقبوضات لغاية 70% .	٢) شراء 80% من قيمة الفواتير ويتم دفع الرصيد الى المجهز لاحقا بعد خصم العوائد والخصومات .
٣) عادة ما تكون هذه العمليات سريه .	٣) هذه العمليات سرية في حالات استثنائية فقط .
٤) المجهز (المصدر) هو المدين للبنك .	٤) المشتري (المستورد) هو المدين لمؤسسة الاستحصال .
٥) المخاطره التجاريه، ومخاطر العمله والتمويل تبقى من مسؤولية المجهز .	٥) عادة ما يتم شراء حسابات المستلمات مع افتراض قيام مؤسسة الاستحصال بتحمل المخاطر التجارية (والتي غالبا ما تكون بالتعاون مع مؤسسة الاستحصال في بلد المستورد) .
٦) تكون المطالبات والتحصيل والمتابعة مسؤولية المصدر .	٦) تكون المطالبات والتحصيل والمتابعة من مسؤولية مؤسسة الاستحصال .
٧) لا تقدم البنوك اية خدمات اخرى مرافقة لهذه العمليات .	٧) تقدم مؤسسات الاستحصال العديد من الخدمات المرافقه لهذه العمليات .
٨) الهدف الوحيد من هذه العمليات هو التمويل .	٨) الهدف يحدد بناء على الرغبة فقد يكون التمويل أو تحمل المخاطر أو خدمات التحصيل الخ .
٩) تتكون المصاريف من سعر الفائدة بالاضافة الى العمولات العادية .	٩) تتكون المصاريف من كلفة التمويل بالاضافة الى مصاريف تتناسب مع الخدمة المطلوبة .

٤- سوق القروض والسندات المتعثرة

(LOW RATED FINANCIAL INSTRUMENTS)

بدأت وكـالات التـصنيف الأئتـمـاني الدولي مـثل Fitcn Ratings, S&P Moody's بتصنيف القروض البنكيه منذ عام 1995، حيث اعتبر ذلك تطوراً مهماً هدفه الافصاح عن المعلومات المتعلقه بالنواحي الأئتمانية للقروض المصرفيه ومن ثم تحليل هذه القروض والذي يعتبر بحد ذاته شرطاً أساسياً لقيام وتطور سوق ثانويه لهذه القروض.

فبالنسبة لشركة تقوم بتصنيف قروضها المصرفيه واصداراتها من السندات تعطي بعض الوكالات مثل موديز للقروض تصنيفاً موازياً لتصنيفها لسندات تلك الشركه. وقد دلت الدراسات[1] حول سوق القروض المصرفيه المضمونه والمتعثره على معدل استرداد Recovery Rate يتراوح حوالي 71%، بانحراف معياري نسبته 21% ناتج عن تبعثر معدل الاسترداد بين 15% و 98% ويدل ذلك على مخاطر مرتفعة جداً اذ قد ينحرف معدل الاسترداد الفعلي كثيراً عن المعدل الحسابي البالغ 71%.

وقد دلت دراسات اخرى اعتمدت على التدفقات النقديه لدى المقترضين بعد توقفهم عن الدفع من الشركات متوسطة وصغيرة الحجم علي معدل استرداد نسبته 79%. الا ان الأنحراف المعياري لهذا المعدل بلغ 29% حيث استطاع حملة القروض استرداد ما تراوحت نسبته 1% الى 110% من القيمه الأسميه لتلك القروض، وتؤكد الدراسات في مجملها ارتفاع عنصر المخاطره في هذه السوق وبالتالي ارتفاع العائد المطلوب من اجل المستثمرين لدخولها.

---

١) يتوفر عدد كبير من بحوث السوق حول سوق القروض والسندات المتعثره على موقع الانترنت www. defaultrisk.com

علماً بان قيمة القروض المتعثرة في السوق الثانوي تزيد عن قيمة السندات المتعثرة وغير المضمونه الصادرة عن نفس الشركه بما نسبته 13% وهو معدل عام يعكس قيمة الضمانات التي تتوفر لدى البنوك عادة مقابل منحها القروض المصرفية.

في ضوء ما تقدم، يهتم المضاربون بعد الاخذ بعين الاعتبار التصنيف الأئتماني بما يمكن ان يتمخض عن وقف الدفعDefault من اجراءات، فعلى سبيل المثال نجد ان القروض المصرفيه السياديه، التي تمنحها البنوك الى الدول والتي يتعثر تسديدها، قد يمكن استردادها في حال اتباع تلك الدول لبرامج التصحيح التي يشترطها صندوق النقد الدولي والتي يؤدي نجاحها الى استبدال هذه القروض بعد خصمها بسندات برادي المضمونه، فاذا اشترى مستثمر قرضاً مصرفياً سيادياً متعثراً بما نسبته 20% من قيمته الأسميه (وقد بيعت بعض القروض بأقل من هذه النسبه) فانه قد يحقق عائداً يزيد عن 100% خلال فتره قد لا تتجاوز السنتين، في حال نجاح الدوله المقترضه في اصدار سندات برادي.

وينطبق ذلك المنطق على الشركات المتعثره والتي غالباً ما تصبح عرضة للأستيلاء عليها من قبل شركات منافسه اخرى TAKE OVER، تسعى الى التفاوض مع حملة القروض لخصم جزء كبير منها مع ضمان تسديد الجزء المتبقي. فاذا كانت كلفة المضارب اقل من قيمة القرض بعد خصمه، فانه غالباً ما يحقق ربحاً عالياً يعوضه عن ارتفاع المخاطره والتي قد تؤدي به الى تحقيق خسائر جسيمه في حال تصفية المقترض.

الباب الثاني

التعامل بالعملات الأجنبية

الفصل السادس

العملات الأجنبية

- عودة الى نظام النقد الدولي
- العملات الاجنبية واهمية التعامل بها
- الاسواق الرئيسية للعملات الاجنبية
- بعض اسس وقواعد التعامل في سوق العملات
- العملاء في اسواق العملات الاجنبية

الفصل السادس: العملات الأجنبية

مقدمة : عودة الى نظام النقد الدولي :

لقد انتهينا عند بحثنا لتطور نظام النقد الدولي في الفصل الأول من هذا المؤلف الى ان هذا النظام يتضمن اسعار صرف معومة وبالتالي مرنة لدول العالم الكبرى في حين تعتمد اقتصادات العالم النامية على تثبيت اسعار صرف عملتها الوطنية بعملة عالمية رئيسية او بسلة عملات تعكس هيكل تجارتها الخارجية. واهم ما يميز هذا النظام هو استمرار عمل مؤسسات برتون وودز مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية على ضمان تكيف اقتصادات العالم مع الفرص والتحديات التي تواجهها في سبيل تحقيق معدلات نمو كافية لخلق فرص العمل ورفع مستوى معيشة مواطنيها، وذلك باتباع سياسات اقتصادية مبنية على الأنفتاح وتشجيع الصادرات من جهة، وانضباط مالي ونقدي يتمثل في السيطرة على الأنفاق الحكومي وضمان صحة ومتانة الجهاز المصرفي ومعدل نمو الكتلة النقدية بهدف ضمان الأستقرار النقدي من جهة أخرى.

وقد لوحظ في بداية القرن الحادي والعشرين ان انتقال ميزان القوة الاقتصادية من هيمنة الولايات المتحدة منذ منتصف القرن الماضي الى مجموعة من الكتل الأقتصادية مثل اوروبا واليابان وجنوب شرق آسيا قد رافقه رجوح ميزان القوة العسكرية بشدة في جانب الولايات المتحدة، حيث ادى التفوق العسكري والتكنولوجي الأمريكي الكامن الى ظهور عقيدة بوش على اثر احداث ايلول/ سبتمبر 2001، حين عوضت الولايات المتحدة عن فقدان هيمنتها الأقتصادية المطلقه بتأكيد هيمنتها العسكرية والسياسية باعلان الحرب على ما أسمته الأرهاب واعتبار كل من لا يشارك الولايات المتحدة في هذه الحرب عدواً لها، وقد ادى احتلال العراق في ظل هذه العقيده في عام 2003 وسيطرة الولايات المتحدة المباشرة

على ثاني اكبر احتياطي نفطي في العالم الى التأكيد على اهمية القوة المطلقة في الهيمنة الاقتصادية ونشر العقيدة الرأسمالية تحت مظلة العولمة في جميع انحاء العالم .

وكان لا بد لهذه التطورات من التأثير سلبا على مفهوم التعاون التجاري والمالي والنقدي على الصعيد الدولي . اذ لم تتوانى الولايات المتحدة عن حماية انتاجها من الصلب الذي لم يقوى على منافسة الأنتاج الأوروبي والياباني وبشكل مخالف لأتفاقية منظمة التجارة العالمية التي ادانت هذا الاجراء وطالبت بتصحيحه في عام 2003 ، كما وإنها لم تتوانى عن ترك الدولار لينخفض بما يزيد عن 30% امام اليورو خلال بضعة أشهر بهدف الحد من عجز الميزان التجاري المزمن ورفع معدل النمو الاقتصادي فيها على حساب معدلات النمو في اوروبا ، علماً بأن نجاح هذه السياسة قد ادى الى تحقيق وتائر نمو اقتصادي في الولايات المتحدة أعلى منها في اوروبا واليابان مما نتج عنه تحسن نتائج الشركات الأمريكية وارتفاع في اسعار اسهمها ، ادى بدوره الى استقطاب المدخرات من جميع انحاء العالم الى اسواقها المالية وعودة الدولار الأمريكي الى الأرتفاع نتيجة لتزايد الطلب عليه لشراء الأصول الأمريكية ، ولا بد من القول هنا ان انخفاض الدولار بحد ذاته يحسن تلقائيا من نتائج الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات حيث تزيد ارباحها بالدولار عند ترجمة ارباحها بالعملات الأجنبية الى الدولار لأغراض اعداد البيانات المالية .

وهنا تظهر بوضوح أهمية ادارة الأصول والخصوم بالعملات الأجنبية بهدف الحد من مخاطرها على نتائج الأعمال النهائية للبنوك والشركات . كما وان ادارة مخاطر تقلبات اسعار العملات الأجنبية على الموجودات الرسمية الأجنبية المحررة بعملات مختلفة وعلى الدين العام الخارجي والتي تعتبر من اهم عناصر المالية الدولية تحتم المعرفة المتعمقة لأسواق العملات الأجنبية العالمية والتعامل فيها .

١- العملات الاجنبية واهمية التعامل بها

تُعرّف العملات الاجنبية المتوفرة لدولة ما بأنها موجودات هذه الدولة من عملات الدول الاخرى والتي تشمل اوراق النقد الاجنبي والودائع تحت الطلب ولاجل بعملات هذه الدول بالاضافة الى السندات الحكومية والذهب وحقوق السحب الخاصة. اي انها تشمل بالاضافة الى موجوداتها من عملات الدول الاخرى، اية التزامات مالية على الدول والهيئات الدولية والاقليمية يمكن تحويلها الى نقود جاهزة.

وتظهر اهمية التعامل بالعملات الاجنبية كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع جزء من مستورداتها من السلع ورؤوس الاموال بعملات اخرى غير عملاتها الوطنية، وقبض جزء من قيمة صادراتها من هذه السلع ورؤوس الاموال بعملات اخرى غير عملتها الوطنية، الأمر الذي يحتم خلق اسواق لتبادل العملات الاجنبية والتعامل بها، وتتم معظم المدفوعات الخارجية للدول عادة بعدد محدود من العملات الاجنبية والتي تسمى بالعملات الرئيسية (Key Currencies)، فمستوردات الاردن من رومانيا مثلا قد لا تتم باللي الروماني بل بالدولار الامريكي او بالجنيه الاسترليني او بغيرهما من العملات الرئيسية الاخرى.

ويعتبر الدولار الامريكي العملة الرئيسية الاولى في العالم.
(The Major Key Currency) لانه:

١) اكثر العملات استعمالا في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية كما أنه

٢) عملة الدفع في تجارة النفط الدولية، بالاضافة إلى أنه

٣) عملة التدخل للمحافظة على اسعار العملات الأخرى، لذلك اصبحت

معظم الدول تحتفظ بالدولار كعملة احتياط رئيسية (RESERVE CUR-RENCY) ضمن موجوداتها من العملات المختلفة، واصبحت نسبة الدولار تشكل في الغالب اعلى نسبة من هذه العملات. الا ان هذا لا ينفي اهمية العملات الرئيسية الاخرى مثل اليورو والين الياباني والجنيه الأسترليني والفرنك السويسري.

وحتى تلعب العملة دورها كعملة رئيسية وعملة احتياط فلا بد لها وان تكون

٤) عملة قابلة للتحويل، بحيث لا تفرض دولتها قيودا على مدفوعاتها الخارجية او على موجودات الدول الاخرى من عملتها.

٥) وفي ظل نظام الأسعار المرنة المعتمد دوليا، تنخفض أهمية احتياطي الدول الكبرى من الذهب والعملات الأجنبية، وتبرز اهمية الحجم الأقتصادي ومعدلات الأنتاجية والتطور التكنولوجي في دعم العملة والحفاظ على قابليتها للتحويل.

٢- الأسواق الرئيسية للعملات الاجنبية:

قبل وصف بعض الاسواق الرئيسية للعملات الاجنبية وطريقة العمل فيها، تجدر الاشارة الى انه كان يعتقد في السابق ان هناك سوقين رئيسيين للعملات الاجنبية في العالم هما سوق نيويورك وسوق لندن، الا ان هذا الاعتقاد لم يعد سائداً، فمع تطور الاتصالات بواسطة الهاتف واجهزة المعلومات والتحويلات الألكترونية، فقد حدث هناك تقارب ملحوظ بين جميع الاسواق الوطنية الرئيسية الكبرى في العالم حيث اصبحت بمجملها تشكل سوقا دوليا واحدا. الا ان هذا التطور لا ينفي بقاء بعض هذه الاسواق اكثر نشاطا من غيرها، وان بعضها ما زال يحتفظ ببعض الصفات الخاصة به والتي تميزه عن غيره.

وتجدر الاشارة هنا الى ما يعرف بسوق اليورو دولار (Euro Dollar)، وهو السوق الذي بدأ في النمو والتطور منذ عام 1957 بسبب الشروع في الاحتفاظ بودائع بالدولار الامريكي لدى البنوك الاوروبية ومن ثم توسع ليشمل اية دولارات مودعة لدى البنوك العاملة خارج الولايات المتحدة[١]، ومع تطور سوق اليورو دولار تطورت اسواق مماثلة للعملات الاخرى مثل الجنيه الأسترليني والين، وغير ذلك من العملات الاخرى، ويشار الى هذه الاسواق في كثير من الاحيان بعبارة اسواق العملات الاوروبية او الحرة (Euro Curren-cies) وسوف نستعرض بعض عمليات هذه الاسواق في فصول قادمة.

يتميز سوق العملات الاجنبية عن غيره من الاسواق المالية بشكل خاص والاسواق التجارية بشكل عام بعدم وجود مكان محدد لاتصال البائعين والمشترين. ففي سوق الاسهم يتصل المشترون والبائعون مع بعضهم البعض في مكان يعرف ببورصة السندات والاسهم. وحتى عند التعامل بالسلع المختلفة فهناك في بعض المدن الكبرى اسواق خاصة بكل سلعة رئيسية مثل السكر والقهوة والقطن يجتمع فيها البائعون والمشترون والوسطاء لشراء وبيع السلع، في حين انه لا يوجد عادة مكان معين يتم الاتصال فيه بين المتعاملين في اسواق العملات الاجنبية اذ تتم عمليات الشراء والبيع عن طريق الاتصال بأجهزة التلفون و/ أو الاتصال الألكتروني.

وحتى تتكون لدينا فكرة عن اسواق العملات الاجنبية فسوف نستعرض

---

(١) يرجع مصطلح (Euro) الى قيام الاتحاد السوفيتي الذي كان الدولار الامريكي عملة تعامله الرئيسية مع الخارج، بالاحتفاظ بدولاراته لدى بنك شمال اوروبا الفرنسي Banque de L'Europe de Nord/Paris والذي كان عنوانه البرقي (Eurobank)، وحيث ان البنك كان من انشط البنوك في التعامل بالدولار خارج الولايات المتحدة فقد أدى ذلك الى اطلاق المتعاملين في السوق اسم (Euro-dollar) على الدولارات المودعة لديه.

معا سوق لندن للعملات حيث يعتبر من الاسواق الرئيسية للعملات الاجنبية في العالم ومركزا رئيسيا لسوق اليورو دولار، ويمكن وصف هذا السوق كالآتي :

١- يتألف السوق من عدد كبير من البنوك التجارية البريطانية والبنوك الاجنبية العاملة في بريطانيا بالاضافة الى الوسطاء الذين يختصون في اجراء العمليات بين البنوك العاملة داخل لندن فقط .

٢- تتصل البنوك مع بعضها البعض ومع الوسطاء باجهزة التلفون والحاسوب حيث يكون في كل بنك غرفة او اكثر مخصصة للتعامل بالعملات الاجنبية (Dealing Room) حيث يجلس عدد من المتعاملين (Dealers) حول مكتب واحد او اكثر حسب حجم ونشاط البنك في سوق العملات الاجنبية، ويكون هذا المكتب مزودا بعدد كبير من اجهزة التلفون والحاسوب والتلبرنتر واجهزة المعلومات، ويتوفر في هذه الغرفة عادة اجهزة تلفون واجهزة حاسوب تربط البنك مع الوسطاء مباشرة حتى تسهل مهمة المتعاملين .

٣- لا تتعامل جميع البنوك العاملة في لندن بشكل دائم بالعملات الاجنبية لذلك نجد بعضها لا يحتفظ بغرفة خاصة للتعامل بالعملات الاجنبية . وتقوم مثل هذه البنوك بشراء احتياجاتها من العملات وبيع الفائض لديها منها عن طريق البنوك التي تتعامل بها .

٤- وبموجب نظام سوق لندن فان البنوك العاملة في السوق لا تشتري وتبيع العملات من بعضها البعض مباشرة بل يتم ذلك من خلال الوسطاء (Bro-kers) لذلك تقوم هذه البنوك بالاتصال بالوسطاء طالبة شراء عملة اجنبية معينة أو عارضة بيعها، ليقوم هؤلاء الوسطاء بدورهم بالاتصال مع بقية

البنوك لتنفيذ العمليات المطلوبة مقابل عمولات محددة.

٥- اما بالنسبة لتعامل بنوك السوق مع البنوك الخارجية وعملائها في الخارج، فان ذلك لا يتم من خلال الوسطاء بل عن طريق الاتصال المباشر بين هذه البنوك وعملائها.

وينطبق هذا الوصف المشار اليه اعلاه في الغالب على معظم اسواق العملات الاجنبية الا ان بعض هذه الاسواق لا يوجد فيها وسطاء حيث يتم الاتصال فيها بينها مباشرة من خلال اجهزة التلفون والحاسوب.

وفي معرض الحديث عن اسواق العملات الاجنبية لابد من الاشارة الى اهمية جميع اسواق اوروبا كباريس وفرانكفورت ولكسمبورغ بالاضافة الى اهمية اسواق طوكيو وهونج كونج وسنغافورة والبحرين وغير ذلك من الاسواق الاخرى الكثيرة والتي تمثل في مجملها سوقا متكاملا ونشطا للعملات الاجنبية، وفي هذا المجال لا بد من الاشارة الى اهمية فارق الزمن القائم بين اسواق التعامل الرئيسية بسبب الموقع الجغرافي الذي يحكم هذه الاسواق والذي يمكن بشكل عام تقسيمه الى ثلاث مناطق هي منطقة امريكا (U.S.A) ومنطقة اوروبا (Europe) ومنطقة الشرق الاقصى (Far East)، فنرى ان سوق امريكا يعمل عدة ساعات بعد اغلاق سوق اوروبا، في حين يكون العمل في سوق الشرق الاقصي قد انتهى قبل بدء العمل في سوق اوروبا، لذلك تعتبر اسعار الاغلاق (Closing Rates) في بعض الاسواق مؤشرا لاسعار الافتتاح (Opening Rates) في اسواق اخرى، الامر الذي يؤثر على سياسة التعامل في هذه الاسواق.

ومن العوامل الاخرى التي تؤثر على هذه السياسة ايضا، التطورات

الاقتصادية والسياسية المستجدة، فالتطورات الاقتصادية والنقدية وتطورات اسعار الفائدة ما زالت تعتبر من العوامل الاساسية التي تؤثر على سياسة التعامل خاصة في ظل نظام تعويم العملات (F.X. Floating System) . كما تعتبر التطورات السياسية ايضا من العوامل الرئيسية المؤثرة فالاضطراب وعدم الاستقرار والمستجدات السياسية الاخرى تؤثر على سياسة التعامل في الاسواق، كما ويؤثر على هذه السياسة ايضا وضع العملات الاجنبية والكميات والمبالغ المتوفرة منها واوضاع المتعاملين في هذه الاسواق.

٣- بعض اسس وقواعد التعامل في سوق العملات

يتم التعامل في اسواق العملات الاجنبية عادة بتسمية طرفي السعر، اي باعطاء سعري الشراء والبيع للعملة، وبحيث يترك للطرف المقابل اختيار اتجاه التعامل الذي يرغبه، اي شراء العملة او بيعها. ولا يجوز للمتعامل حسب عرف السوق اعطاء سعر واحد للبيع أو الشراء، وغالبا ما يستطيع المتعامل بيان وضعه في السوق سواء كان بائعا او مشتريا من خلال مقارنة تسعيره لعملة ما مع اسعار السوق.

وقبل تسمية الاسعار في السوق، يقوم المتعاملون في صباح كل يوم عمل بدراسة كافة المواضيع والتقارير المرتبطة بالعملات الاجنبية واسواقها وتطورات اسعارها والعوامل المؤثرة فيها، بالاضافة الى الاطلاع على اسعار الاغلاق في الاسواق الاخرى لتحديد اسعار الافتتاح في اسواقهم، كما ولا بد لهم من اخذ الاسعار المثبته في اسواقهم (Rate-Fixing)(١) بعين الاعتبار إذا كان هذا النظام

(١) في بعض اسواق العملات الاجنبية لبعض الدول، يتم في اجتماع يومي من قبل البنوك التجارية والبنك المركزي تثبيت رسمي لاسعار العملات المختلفة، بعد ان تؤخذ بعين الاعتبار اوضاع السوق والاسعار السائدة فيه، ويؤخذ هذا السعر عادة كمؤشر للسوق مع ان البنك المركزي قد يتدخل احيانا للمحافظة عليه في حدود معينة.

متبعا في دولهم، ويفضل بعض المتعاملين عدم البدء باعطاء اسعار الافتتاح بل الانتظار حتى يبدأ غيرهم بذلك لكي يكونوا متأكدين من اتجاه اسعار السوق قبل الزام انفسهم بأي تعامل فيه.

ويتم التعامل في اسواق العملات الاجنبية خلال ايام العمل في الاسبوع، وتغلق معظمها في ايام السبت والاحد، كما ويغلق المتعاملون دفاترهم في الساعة الرابعة من بعد ظهر يوم العمل حتى يتم اعداد تقاريرهم وكشوفات مراكزهم عن العملات المختلفة للادارة، ويحملون عادة اية عملية تتم بعد ذلك الى سجلات اليوم التالي.

واللغة المستعملة في اسواق العملات الاجنبية هي اللغة الانجليزية، وفي بعض الاحيان يتم التعامل بلغات اخرى كالفرنسية مثلا الا انه ومع ذلك تبقى الاصطلاحات الانجليزية مل (Hedging, Outright, Swap, Forward, Spot) وغيرها هي المستعملة دوليا حتى مع استعمال اللغات الاخرى، وتبقى اسس التعامل وطرق التسميات في اسواق العملات واحدة مهما اختلفت هذه اللغات.

وهناك قانون غير مكتوب في السوق ينص على انه عندما يتم الاتفاق على سعر معين فان هذا السعر يكون ملزما ولا يستطيع اي طرف التنصل منه او التراجع عنه مهما كانت النتائج المتوقعة ومهما كانت الخسائر التي سيتحملها ذلك الطرف نتيجة الالتزام به، ولتجنب بعض الخسائر التي قد تنتج عن عمليات السوق فانه يجب على المتعاملين ان يحرصوا على ما يلي:

أ - ضرورة انهاء العملية والاتفاق على السعر بسرعة وبدون تباطؤ او تلكؤ ذلك لان اي تأخير في تنفيذ العملية في ظل اوضاع التذبذب المستمر

للاسعار في السوق قد يؤدي الى بعض الخسائر للاطراف المتعاملة فيه .

ب- ان يظل المتعاملون في السوق على اتصال مستمر بتقلبات الاسعار وبكافة الظروف المحيطة في السوق حتى يكونوا قادرين على اجراء التعديلات المستمرة للاسعار وفق متطلبات ومعطيات السوق .

ج- ان يوسع المتعاملون الهامش بين سعري الشراء والبيع خاصة في ايام التذبذب الشديد في اسعار العملات حتى لا تسبب التغيرات الطفيفة والمستمرة اية خسارة لهم .

د- ان يقوم المتعاملون باعطاء الاسعار للعلم فقط (For Information) وعدم الالتزام بها الا بعد التأكد من رغبة الطرف المقابل في اجراء عمليات مؤكدة .

هـ- ان قيام المتعاملين باعطاء اسعار ملزمة لا يعني التزامهم بأية مبالغ تفرض عليهم اذا كانت تقل او تزيد عن الحد المتعارف عليه لكل عملية منفردة .

وليست هناك قواعد محددة تحكم مبلغ الحد الادنى الضروري للتعامل به في سوق العملات وذلك لان هذا المبلغ يعتمد على امور كثيرة ، فمثلا بعض بنوك لندن الكبيرة ، تعتبر مبلغ مليون جنيه استرليني حدا ادنى للتعامل ، بينما تقبل بعض البنوك الصغيرة فيه (500) الف جنيه استرليني كحد ادنى ، ويفضل عادة ان يتم التعامل بمضاعفات هذه المبالغ وان كان التعامل بكسور هذه المبالغ ممكنا ايضا .

يتم التعامل في سوق لندن للعملات الاجنبية عادة من خلال الوسطاء فيه ، حيث تقوم البنوك بتسمية اسعارها في السوق لهؤلاء الوسطاء ليقوموا بدورهم بايجاد الاطراف المقابلة الراغبة في التعامل على اساسها ، وان تسمية هذه الاسعار تعتبر ملزمة للبنوك اذا تم قبولها فورا .

اما التعامل بين الاسواق المختلفة فيتم مباشرة وبدون المرور من خلال الوسطاء، وعادة ما يكون الهامش في هذه الحالة اضيق منه في حالة التعامل داخل نفس السوق، وتعتبر عروض الاسعار ملزمة للاطراف المتعاملة في حالة القبول الفوري لها، وترفض البنوك عادة اية محاولة للتباطوء في قبول الاسعار، لذلك يجب ان يتم التعامل في اسواق العملات الاجنبية بسرعة كبيرة ويجب على المتعاملين ان يكونوا قادرين على التفكير السريع واتخاذ القرارات، كما يجب ان يكونوا على اتصال وثيق ودائم مع السوق بالاضافة الى ضرورة ان تكون لديهم سياسات واضحة فيما يتعلق بالعملات المرغوب التعامل بها والمراكز المسموح بها وغير ذلك من الامور الهامة.

٤- العملاء في اسواق العملات الاجنبية

تعتبر اية جهة تدخل سوق العملات الاجنبية سواء بائعة لعملة ما او شارية لها، ام متعاملة بأي اداة من ادواتها، عضوا مشاركا وعميلا من عملائه، وباستعراض اهم عملاء سوق العملات الاجنبية نجد ان البنوك والمؤسسات المالية الموجودة خارج السوق، والبنوك والمؤسسات المالية الموجودة داخله، بالاضافة الى البنوك المركزية، والمؤسسات غير المالية تعتبر جميعها من عملاء السوق الرئيسيين :-

١- البنوك والمؤسسات المالية خارج السوق

تتعامل البنوك والمؤسسات المالية مع سوق العملات الاجنبية كوسيط لعملائها الراغبين في التعامل مع السوق، حيث تقوم بالنيابة عنهم بشراء وبيع العملات الاجنبية المختلفة اللازمة لعمليات تمويل مستورداتهم وصادراتهم، والتعامل بأدوات السوق المختلفة باسمهم او بالنيابة عنهم.

وتتعامل البنوك والمؤسسات المالية ايضا مع سوق العملات الاجنبية لحسابها الخاص، وذلك لانه في الوقت الذي تشتري فيه عملات اجنبية من عملائها او تبيع لهم عملات اجنبية فان اوضاعها من هذه العملات تتأثر مما يترتب عليه القيام بعمليات الشراء والبيع اللازمة لتصحيح اوضاعها بما يتناسب والسياسات الموضوعة لها، فهي تقوم بذلك كجزء من عمليات ادارة سيولتها وتغذية حساباتها وفق الاسس الموضوعة من قبل إداراتها.

٢- البنوك والمؤسسات المالية داخل السوق

تقوم هذه البنوك ايضا بالتعامل مع سوق العملات الاجنبية لحسابها الخاص او بالنيابة عن عملائها داخل السوق، وهي في بعض الأسواق- وعلى عكس البنوك والمؤسسات المالية خارج السوق - تقوم بذلك من خلال الوسطاء، حيث يتم اتصال البنك مع الوسيط في السوق، اما عارضا بيع عملة معينة او طالبا شراءها بسعر معين، ليقوم هذا الوسيط بدوره بالاتصال مع البنوك الاخرى في السوق مقدما العرض لها واذا ما تم قبول هذا العرض وفق السعر المعين فان الوسيط يقوم بتنفيذ العملية وتبليغ البنكين بذلك، ويتقاضى الوسيط عادة عمولة لقاء قيامه بهذه العملية.

٣- المؤسسات غير المالية

ان مشاركة بعض مؤسسات الاعمال (Non-Financial Businesses) في عمليات العملات الاجنبية ودخولها لاسواقها، يأتي كنتيجة لنشاطات هذه المؤسسات التجارية او الاستثمارية التي تحتم عليها دخول سوق العملات الاجنبية كمشترية او بائعة او مستثمرة لهذه العملات، وهي قد تقوم بذلك اما مباشرة او عن طريق البنوك او المؤسسات المالية التي تتعامل معها.

٤- البنوك المركزية

تعتبر البنوك المركزية من العملاء المهمين في سوق العملات الاجنبية، فبالاضافة الى تعاملها مع السوق اما مشترية او بائعة للعملات الاجنبية كجزء من عمليات ادارة احتياطيات دولها وتغذية حساباتها المختلفة من العملات الاجنبية، فانها قد تجد نفسها في بعض الاحيان مجبرة للتدخل في اسواق العملات الاجنبية اما مشترية او بائعة للعملات الاجنبية من اجل المحافظة على سعر صرف عملتها الوطنية ضمن الاطر المحددة من قبلها، وحتى في ظل النظام المعوم فان البنوك المركزية تدخل اسواق العملات مشترية للعملات الاجنبية وبائعة لعملتها الوطنية عند حدوث طلب متزايد على العملة المحلية في السوق يرفع سعرها عن الحد المرسوم من قبلها، او بائعة للعملات الاجنبية ومشترية لعملتها الوطنية عند حدوث طلب على العملات الاجنبية في السوق يخفض سعر عملتها عن هذا الحد الموضوع.

٥- الأفراد

مع تطور اجهزة الحاسوب والاتصالات الالكترونية والأنترنت ظهر هناك عدد كبير من الشركات المتخصصة في التعامل بالعملات الأجنبية حصراً، وترخص هذه الشركات رسمياً للعمل في التعامل بالعملات الأجنبية من خلال بنك معتمد يودع المتعاملون اموالهم فيه بشكل منفصل عن اموال الشركات المذكوره ويفوض المتعاملون البنك بقبض قيمة ما يشترونه من عملات ودفع ما يقابلها من عملات مباعه. حيث اصبح بامكان اي فرد من اي مكان في العالم لديه جهاز حاسوب منزلي مرتبط بالأنترنت ان يتعامل بالعملات الأجنبية وبمبالغ قد لا تزيد عن 1000 دولار للصفقة.

المراجــع

الفصــل السادس:

References

Steiner, Bob, **Foreign Exchange and Money Markets: Theory, Practise and Rosk**, Butterworth-Heinemann: Oxford, 2002.

الفصل السابع

سعر العملة (سعر الصرف) Exchange Rate

- مقدمة في سعر العملة (سعر الصرف)
- تحديد سعر الصرف الحر
- تحديد سعر الصرف الثابت
- تحديد سعر الصرف وفق نظام المرونة المقيدة
- قيمة العملة وعلاقتها بسعرها
- العوامل التي تؤثر على سعر العملة الآني

مقدمة في سعر العملة (سعر الصرف)

ان التعامل بين البلاد المختلفة ذات العملات المختلفة يدخل عنصرا اقتصاديا جديدا هو سعر الصرف الاجنبي (Foreign Exchange Rate)، ويعرف بانه سعر الوحدة من النقد الاجنبي معبراً عنه بوحدات من العملة الوطنية، فمثلا سعر صرف الجنيه الاسترليني في الاردن يساوي 1500، 1 ديناراً اردنيا. فاذا فرضنا ان التاجر الاردني يريد استيراد بضاعة ثمنها الف جنيه استرليني فان عليه على اساس سعر الصرف المذكور ان يعّد مبلغ (1150) دينار اردني لكي يقوم بدفعها لبنكه مقابل هذه الجنيهات الاسترلينيه، محسوبة على اساس (1000×–1,15)، حيث تتم عملية تحويل الدنانير الى استرليني ثم ارسالها الى انجلترا، أو قد يحدث ان تحول قيمة البضاعة بالدنانير (اذا كانت الدنانير عملة قابلة للتحويل) الى انجلترا فيقوم التاجر الانجليزي بتحويل قيمة الدنانير الى جنيهات استرلينية عن طريق البنك الذي يتعامل معه.

من هنا نجد ان اسعار العملات الاجنبية في دولة ما تعطى او تسمى عادة بنفس الطريقة التي تعطى او تسمى بها اسعار البضائع والخدمات، اي ان ذلك يتم بوحدات العملة المحلية في تلك الدولة، فعندما يسمى سعر الدولار الامريكي في السوق الاردني على اساس 0,710 دينار فان هذا يعني ان الدولار الامريكي يساوي 710 فلسا اردنيا وهي تسمية مشابهة لتسمية اسعار السلع والخدمات في السوق الادرني.

وهذا لا يعني انه لا يمكن ان تتم تسمية سعر العملة المحلية في نفس السوق بعدد من وحدات اي من العملات الاجنبية المسماة مقابلها، كأن يعطى السعر على اساس 1,4085 دولار والذي بدوره يعني ان الدينار الاردني يساوي 1,4085 دولارا امريكيا اي دولار واحد واربعون سنتا امريكيا، والسعر الاخير هذا هو معكوس او مقلوب السعر الاول (1/0,710 يساوي 1,4085) او ما يسمى بالسعر التبادلي (Reciprocal Rate).

والعوامل التي تؤثر على سعر العملة كثيرة، فالعملة تعتبر قوية اذا ارتفع سعرها في السوق مقابل جميع العملات الاخرى المهمة وتعتبر ضعيفة اذا انخفض سعرها مقابل هذه العملات، وارتفاع وانخفاض سعر عملة معينة في السوق تحكمه عوامل مختلفة منها عوامل اساسية ومنها عوامل فنية سنأتي على ذكرها لاحقا.

وفي هذا المجال نريد ان نوضح الملاحظات التالية مع الافتراض ان العملة الوطنية. هي عملة مقبولة في التجارة الخارجية:

١- ان الطلب المحلي على سلعة انجليزية يمثل طلبا على الجنيه الاسترليني بقيمة هذه السلع ويمثل ايضا عرضا للعملة الوطنية بنفس هذه القيمة.

٢- ان الطلب الانجليزي على سلعة محلية يمثل طلبا على العملة الوطنية بقيمة هذه السلع ويمثل ايضا عرضا للجنيه الاسترليني بنفس هذه القيمة.

وبالتالي نستطيع ان نعمم ما يلي:

«ان الاستيراد يزيد من الطلب على العملات الاجنبية ويزيد من عرض العملة الوطنية في الاسواق العالمية، في حين ان التصدير يزيد من الطلب الاجنبي على العملة الوطنية ويزيد من عرض العملات الاجنبية في السوق الوطني».

وحيث ان المستوردات والصادرات من السلع غير المنظورة (الخدمات) تقوم بنفس الدور الذي تقوم به المستوردات والصادرات من السلع المنظورة (البضائع والسلع)، فاننا نستطيع ان نعمم ما يلي بخصوص محددات الطلب والعرض الاجنبي على العملة الوطنية. :

«يتحدد الطلب الاجنبي على العملة الوطنية بجميع العمليات المالية والتجارية للجانب الدائن في ميزان المدفوعات بينما يتحدد عرض العملة الوطنية في الخارج بجميع العمليات المالية والتجارية المقيدة في الجانب المدين في ميزان المدفوعات».

تحديد سعر الصرف :

كأي سلعة يتحدد سعر العملة الوطنية بالنسبة للعملات الاجنبية تبعا لمقدار المطلوب والمعروض منها في الاسواق الاجنبية [١]، فاذا تم تحديد سعر الصرف للعملة عن هذا الطريق فاننا نتكلم عن سعر الصرف الحر (Free Exchange Rate) وهذا يختلف عن سعر الصرف الرسمي الثابت (Fixed Exchange Rate) الذي تحدده السلطات النقدية في الدولة بطريقة ما قد تأخذ في اعتبارها ظروف العرض والطلب او قد تهملها تماما .

ويوجد بين هذين النظامين نظام اخر يمكن تسميته بنظام المرونة المقيدة (Man-aged Flexibility) ، وفي هذا النظام نجد ان اسعار الصرف لا تبقى ثابتة عند مستويات محددة كما هو الحال في اسعار الصرف الثابتة ، كما لا يسمح لها بحرية التغيير المطلق كما هو الحال في نظام سعر الصرف الحر (وان كان هناك في بعض الاحيان تدخل حتى في نظام سعر الصرف الحر) [٢]، فعلى الرغم من انه يتم تحديد هذا السعر وفق اسس موضوعة ومتفق عليها بشكل مسبق الا انه لا يهمل قوى العرض والطلب الى حد كبير . هذا وسنتطرق الى هذه الانواع الثلاثة واثرها على التجارة الخارجية للدول بنوع من التفصيل لاحقا .

١ - تحديد سعر الصرف الحر :

سوف نفترض الان للتبسيط ان التعامل التجاري والمالي يتم بين الاردن وبريطانيا بنوعين من العملات (الدينار الاردني والجنيه الاسترليني) ونحاول

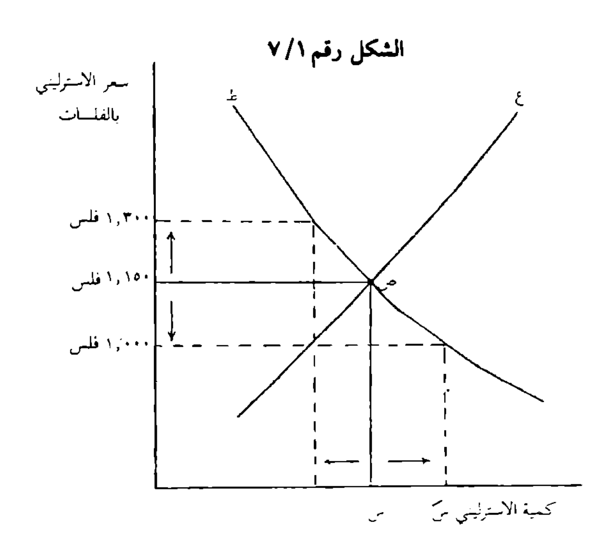
---

(١) كل العوامل الاساسية (Fundamental Factors) التي تؤثر على سعر العملة تؤثر عليها من واقع العرض والطلب، الا انه لا يمكن إهمال العوامل الفنية (Technical Factors) ايضاً .

(٢) لذلك يسمى نظام سعر الصرف الحر الحالي بنظام التعويم غير النظيف (Dirty Floating) او التعويم المراقب لانه يتم في بعض الاحيان التدخل من قبل البنوك المركزية المعنية للتأثير عليه عند حدود معينة .

تحديد سعر الصرف الحر بينها بطريقة بيانية، فنجد من خلال الرسم التالي (الشكل ١-٧) ان الطلب على الجنيه الاسترليني (ط) يتحدد باستيراد الاردن من بريطانيا، أي يتحدد بطلب الاردن على السلع والخدمات البريطانية، في حين يتحدد عرض الجنيه الاسترليني (ع) في السوق الاردني بتصدير الاردن الى بريطانيا اي بطلب البريطانيين على السلع والخدمات الاردنية، ويتحدد سعر الصرف الحر للجنيه الاسترليني بالنسبة للدينار الاردني عند التقاطع (ص) اي عند مستوى (1,150) دينار اردني لكل جنيه استرليني واحد، ويبقى هنا الملاحظة ان ارتفاع سعر الصرف الاجنبي معناه انخفاض القيمة الخارجية للعملة الوطنية والعكس صحيح فارتفاع سعر صرف الاسترليني من (1,150) الى (1,300) يعني انخفاض قيمة الدينار بـ 13%.

الشكل رقم ٧/١



وعلى ضوء هذه المفاهيم العامة نريد ان نبين ما يلي:

١- ان رفع قيمة العملة الوطنية اي تحديد سعر الصرف للعملة الاجنبية عند مستوى اقل مما كان عليه سوف يؤدي الى زيادة الطلب على العملة الاجنبية طالما كانت مرونة الطلب على الواردات الاجنبية تساوي اي شيء اكبر من

الصفر، وكلما زادت مرونة الطلب على الواردات الاجنبية عن الوحدة كلما كبرت الزيادة في الطلب على العملة الاجنبية، وكلما انخفضت مرونة الطلب على الواردات الاجنبية كلما قلت الزيادة في الطلب على العملة الاجنبية.

فان تخفيض سعر الجنيه الاسترليني من (1,150) الى (1000) فلس يعني ان المستوردات من بريطانيا ستصبح اكثر اغراءاً للمستورد الاردني لانه يدفع (1000) فلس بدلا من (1,150) فلس مقابل كل استرليني، مما سيدفعه الى الاستيراد الاكثر، في حين انها ستكون اقل اغراء للمصدر الذي سيستلم (1000) فلس بدلا من (1,150) فلس مقابل كل جنيه تصدير.

ولتوضيح ذلك بيانا فان انخفاض الاسترليني الى (1000) فلس يزيد كمية الاسترليني المطلوبة من س الى سَ لان الطلب على الاسترليني ط قد زاد، والطلب على الاسترليني يتحدد كما بينا سابقا بطلب الاردن على السلع البريطانية وسوف يعتمد حجم الانفاق الجديد مقدرا بالدينار الاردني على مرونة الطلب على السلع البريطانية، فيزيد عن حجم الانفاق السابق اذا كان الطلب يتمتع بمرونة اكبر من الوحدة، وينخفض عن حجم الانفاق السابق اذا ما كانت مرونة الطلب اقل من الوحدة، ولا يتغير عن حجم الانفاق السابق اذا كانت المرونة تساوي الوحدة، ولكن حيث ان الكمية المطلوبة من السلع البريطانية سوف تزداد في اية حالة طالما كانت درجة المرونة اكبر من الصفر، وبافتراض ان اسعار هذه السلع بالاسترليني لم تتغير فان طلب الاردنين على الاسترليني لا بد وان يزداد.

٢- ان تخفيض قيمة العملة الوطنية اي رفع سعر الصرف الاجنبي لا بد وأن

يؤدي الى نقص كميات الواردات وقيمتها بالعملة الاجنبية، طالما كانت مرونة الطلب على الواردات تساوي اي شيء اكبر من الصفر، ومن ثم يؤدي الى نقص المطلوب من العملة الاجنبية، ويتوقف مقدار هذا النقص على مرونة الطلب من الواردات، فكلما كانت مرونة الطلب الداخلي على الواردات كبيرة كلما كان النقص في الطلب على العملة الاجنبية كبيراً وبالعكس.

فاذا حدث مثلا ان قامت السلطات النقدية في الاردن بتنفيذ سياسة تخفيض قيمة العملة الوطنية فاننا نتساءل ما الذي سيحدث بالنسبة للانفاق على الواردات من بريطانيا؟

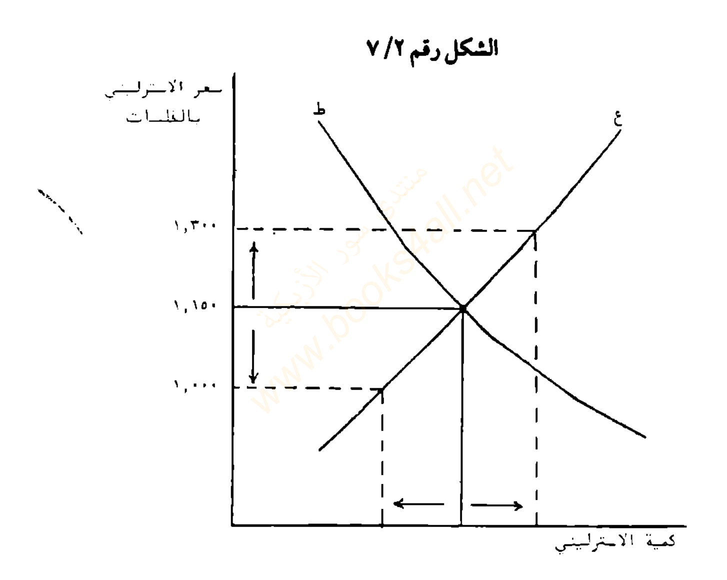
ان اسعار السلع البريطانية المستوردة مقدرة بالدينار الاردني سترتفع بفعل السياسة المذكورة وسوف يؤدي هذا الى انخفاض كمية الطلب من على هذه السلع، ويتحدد حجم الانفاق الجديد بالدينار الاردني تبعا لمرونة الطلب، فيصبح اكبر من حجم الاتفاق السابق اذا كانت المرونة اقل من الوحدة وينخفض عن حجم الانفاق السابق اذا كانت المرونة اكبر من الوحدة، ولا يتغير عن حجم الانفاق السابق اذا كانت المرونة تساوي الوحدة. ولكن ما هو وضع الانفاق الجديد مقدرا بالاسترليني؟

ان المنطق المستخدم في تحليل هذه الحالة هو نفس المنطق الذي استخدم في تحليل الحالة السابقة. . فحيث ان الكميات المطلوبة من السلع البريطانية قد انخفضت في اي حالة من الحالات - طالما ان المرونة تساوي اي شيء اكبر من الصفر - وحيث ان اسعار السلع البريطانية بالاسترليني ما زالت ثابتة لم تتغير، فان حجم الانفاق الجديد مقدرا بالجنيه الاسترليني لا بد وان ينخفض عن الحجم السابق.

الان وبعد ان بينا اثر رفع وتخفيض العملة الوطنية على الطلب على العملة الاجنبية اي الطلب المحلي على الاستيراد من السلع البريطانية نريد ان نبين ماذا سيكون الاثر على عرض العملة الاجنبية اي الطلب الاجنبي على السلع المحلية، اي التصدير حيث يظهر (الشكل ٢-٧) ما يلي :

١- ان رفع قيمة العملة الوطنية، اي انخفاض سعر الصرف الاجنبي، يرفع اسعار الصادرات من المنتجات الوطنية، فاذا كانت مرونة الطلب الاجنبي على الصادرات اكبر من الوحدة فان ذلك سيؤدي الى انخفاض عرض العملة الاجنبية.

الشكل رقم ٢/ ٧



٢- ان تخفيض قيمة العملة الوطنية اي ارتفاع سعر الصرف الاجنبي يؤدي الى انخفاض اسعار الصادرات من المنتجات الوطنية، فاذا كانت مرونة الطلب على الصادرات اكبر من الوحدة فان ذلك سيؤدي الى زيادة عرض العملة الاجنبية.

وباختصار فان عرض العملة الاجنبية لدى البلد يتناسب طرديا مع

سعر الصرف الاجنبي في حالة واحدة وهي ان تكون مرونة الطلب الاجنبي على الصادرات اكبر من الوحدة.

وقد يتغير عرض العملة الاجنبية عكسياً مع التغير في سعر الصرف الاجنبي، ولتحقيق هذه الحالة لا بد ان تكون مرونة الطلب الاجنبي على الصادرات اقل من الوحدة.

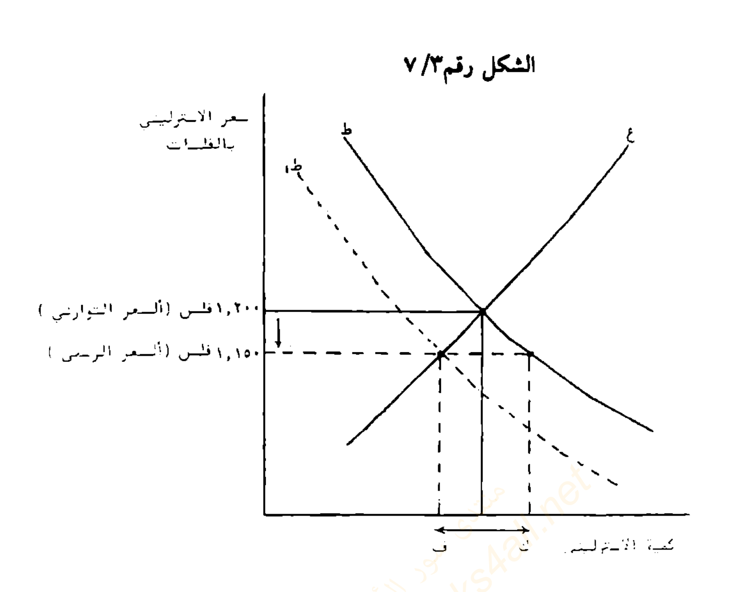
٢- تحديد سعر الصرف الثابت

يرى البعض في سعر الصرف الحر عيوبا كثيرة تتمثل في التقلبات الكبيرة التي تحصل في فترات زمنية قصيرة جدا، ونستطيع ان نتصور ضرر مثل هذه التقلبات، خاصة اذا اشتدت، على المعاملات الاقتصادية الدولية فالمنتج قد يصبح اقل امانا في تعامله الخارجي في مثل هذه الظروف، الامر الذي سيكون له انعكاسات خطيرة احيانا على انشطة التصدير داخل البلد فتصيبها بعدم الاستقرار، لذلك نجد ان معظم الدول النامية قد تخلت عن سعر الصرف الحر واعتمدت سعر الصرف الرسمي الثابت.

ولتوضيح فكرة سعر الصرف الثابت دعنا نفترض في نموذج مبسط (الشكل٣-٧) ان السلطات النقدية سوف تقوم بتحديد سعر الصرف الرسمي على اساس الظروف الاقتصادية للقطاع الخارجي دون ان تهمل قوة العرض والطلب ولكنها لن تعطيها نفس القدر من الاهمية الذي تحوزه في السوق الحر، فلو تحدد سعر الاسترليني والدينار رسميا عند (1150) فلس رغم ان السعر الحر هو (1200) فلس، اننا نجد ان هناك فائض طلب مقداره (ك ف) عند السعر الرسمي الذي حددته السلطات النقدية، ذلك لان السعر المنخفض يشجع المستثمرين على زيادة طلبهم على الاسترليني ويثبط همة البائعين فيقل

عرضهم، ويتسبب هذا الوضع في نشأة سوق سوداء لبيع الاسترليني، نتيجة ذلك يبدأ سعر الاسترليني في الاتجاه من السعر الرسمي (1,150) الى السعر التوازني (1,200)، لذلك وحتى تحافظ السلطات على هذا السعر فانها قد تلجأ الى ما يلي:

الشكل رقم٣/ ٧



١- اما لتقييد التعامل في النقد الاجنبي (الرقابة على النقد الاجنبي) (Exchange Control)، بحيث تلزم الافراد بقوة القانون ان لا يحولوا الاسترليني داخل السوق الحر، وتلزم العاملين في قطاع التجارة ان يحولوا الى السلطات مكتسباتهم من العملة الاجنبية، وتقوم هي بتوزيع العرض المحدود من العملة الاجنبية وفق سياسة مرسومة للاولويات. وان نجاح أو عدم نجاح هذه السياسة يمكن قياسه بمدى قيام السوق السوداء كنتيجة لهذه السياسة، وبالفارق بين السعر الرسمي والسعر الحر.

٢- واما للتصرف بالرصيد الرسمي من الاسترليني بغرض موازنة سعر الصرف، فاذا ازداد الطلب على الاسترليني تبيع السلطات النقدية كميات منه واذا انخفض الطلب فانها تقوم بشراء الكميات الفائضة بحيث تلزم في

الحالتين اعادة سعر الصرف داخل الحدود التي يقررها السعر الرسمي . وان نجاح او عدم نجاح هذه السياسة يمكن قياسه بالتغيرات في حجم احتياطي الاسترليني ، فاذا زادت مبيعات السلطات النقدية عن مشترياتها فان احتياطي الاسترليني سيقل بفعل هذه السياسة الامر الذي سيعرضه للنفاذ في فترة من الفترات وتضطر السلطات النقدية اما للسماح لسعر الصرف الاجنبي بالزيادة عن مستوى السعر الرسمي المحدد (وهذه هي حالة تخفيض سعر العملة الوطنية Devaluation) واما لاتباع اجراءات الغرض منها تشديد الرقابة على الصرف الاجنبي للمحافظة على هذه الاحتياطيات كأن تعيد النظر في سياسة الاستيراد او منع استيراد بعض السلع وتقييد المدفوعات غير المنظورة كالسفر للخارج او السياحة . . . الخ .

واذا لم تتبع الحكومة سياسة التخفيض بل اتبعت اجراءات الرقابة السابق ذكرها فان عليها من اجل زيادة عرض العملة الاجنبية تشجيع الصادرات الوطنية عن طريق الاعانات المباشرة للمصدرين وتسهيل اجراءات التصدير وتشجيع الصادرات غير المنظورة مثل السياحة الاجنبية وغيرها .

وقد دلت تجارب معظم الدول ان نظام الرقابة على الصرف قد فشل في الحفاظ على موجوداتها من العملات الأجنبية ومن ثم في توحيد سعر الصرف الرسمي والحر ، في حين نجحت الدول التي حررت تجارتها الخارجية وحررت انظمة الصرف فيها حرية مطلقة تسمح لمواطنيها بشراء وبيع واقتناء اية مبالغ برغبونها من العملات الاجنبية في بناء احتياطات كافية من العملات الأجنبية تغطي مستورداتها لفترات تزيد عن 6 أشهر

وذلك من خلال تطبيق سياسة نقدية متشددة تتمثل في سحب السيولة الفائضة من خلال عمليات السوق المفتوحة ومن ثم رفع منحنى اسعار الفائدة على العملة الوطنية بما لا يقل عن 2% فوق سعر فائدة العملة المرتبطة بها .

٣- تحديد سعر الصرف وفق نظام المرونة المقيدة

قلنا انه وفق هذا النظام فإنه يتم تحديد سعر الصرف وفق اسس ثابته نسبيا موضوعة ومتفق عليها بشكل مسبق الا انها لا تهمل قوة العرض والطلب الى حد كبير ، ومن امثلة ذلك الدول التي تحدد اسعار الصرف وفق التعادلات الرسمية للعملة الوطنية مع وحدة حقوق السحب الخاصة (SDR) او سلة عملات تتضمن عملات عالمية رئيسية تعكس اوزانها في السلة اهميتها في التبادل التجاري الخارجي لتلك البلد. وتتيح سلة حقوق السحب الخاصة او ما يماثلها للسلطات النقدية تعديل اسعار صرف العملات الاجنبية الرئيسية مقابل العملة الوطنية يومياً في ضوء تقلباتها في الأسواق الدولية في اليوم السابق .

وان احتساب الاسعار وفق تعادلات ثابته يعطيها ميزة الثبات النسبي او عدم التذبذب الحاد الذي يؤثر على حصيلة المنتجين من الصادرات بشكل مباشر وعلى اسعار المستوردات الداخلة في انتاج الصادرات بشكل غير مباشر ، لان التقلبات الحادة اليومية في اسعار الصرف تجعل المنتج اقل امانا عند تعامله الخارجي الامر الذي يؤثر عكسيا على انشطة التصدير . كما ان تذبذب السعر وفق الحدود المرسومة يجعل السعر اقرب للحقيقة في تمثيله لواقع العرض والطلب الامر الذي يبُعد اي احتمال لظهور سوق سوداء تؤثر عكسياً على انشطة التصدير بالاضافة الى انه يعكس القيمة الحقيقية للتعامل دون اي غبن او اجحاف .

وقد دلت تجربة العديد من الدول على عدم نجاعة هذه السياسة في ضمان الأستقرار النقدي الخارجي بالنظر لحالة عدم استقرار الأسعار الكامنة في هذا النظام .

قيمة العملة وعلاقتها بسعرها :

ان قيمة النقود تقاس بكمية السلع والخدمات التي يمكن شراؤها بهذه النقود ، فكلما كانت مقدرة النقد في مبادلة السلع والخدمات كبيرة كلما ارتفعت قيمته ، كذلك تجد أن مقدرة هذا النقد على المبادلة بالسلع والخدمات تزيد كلما انخفضت الاسعار وتقل كلما ارتفعت هذه الاسعار ، اي ان هناك ارتباط عكسي بين قيمة النقود ومستوى الاسعار ، بل ان قيمة النقود ليست في الواقع سوى مقلوب الاسعار فاذا ارتفع مستوى الاسعار الى الضعف كان معنى هذا انخفاض قيمة النقود الى النصف ، واذا انخفض مستوى الاسعار بمقدار 50% كان معنى هذا ارتفاع قيمة النقود بمقدار 100% ، فقيمة النقود هي القوة الشرائية لها ، وتقاس هذه القوة بالمستوى العام للاسعار .

وتعتبر الارقام القياسية الاداة العلمية الملائمة لقياس قيمة النقود ، والارقام القياسية للاسعار هي عبارة عن ملخص التغير النسبي في اسعار مجموعة معينة من السلع والخدمات في وقت معلوم بالنسبة الى مستواها في وقت آخر يتخذ اساسا للقياس او قاعدة للمقارنة .

والعوامل الرئيسية المباشرة التي تؤثر على قيمة النقود هي :

١ - كمية النقود وسرعة تداولها ، ويتمثل في الانفاق او الطلب النقدي .

٢- الحجم الحقيقي للسلع والخدمات المعروضة .

وحيث ان مستوى الاسعار هو في اتجاه يميل الى الأرتفاع ولو كان بسيطا وهذا ما

يبرره النمو الاقتصادي الذي تمتاز به اقتصاديات الدول عادة، لذلك فان قيمة النقود تميل الى الانخفاض المستمر، وعليه فاننا نجد باستمرار ان القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للنقود هي اقل من قيمتها المستقبليه، اي ان مقدار ما تساويه وحدة النقد التي ستستلم او ستسلم في المستقبل ستكون اقل مما تساويه الان. وقد لوحظ في بداية هذا القرن وفي ظل زيادة العرض الهامة من السلع نتيجة لتصنيع عدد كبير من الدول ان الأسعار في بعض الأقتصاديات بدأت بالهبوط المستمر فاليابان ولها ثاني اكبر اقتصاد في العالم تعاني من ظاهرة انخفاض الأسعار Deflation منذ ما يزيد عن خمس سنوات على الرغم من تخفيض اسعار الفائدة هناك الى الصفر، كما وبدأ عدد من البنوك المركزيه الكبرى بالتخطيط لما يمكن ان يتخذه من اجراءات في حال دخول اقتصاداتها بدائرة انخفاض الأسعار Deflation حيث تصاب قدرة البنك المركزي بالشلل عند تخفيض اسعار الفائدة الى الصفر. ويعني ذلك ان قيمة العملة المتمثلة في قوتها الشرائية تميل الى الأرتفاع مع انخفاض معدلات الأسعار.

وبعد التطرق الى سعر النقد وقيمته لا بد من الاشارة الى اهمية الارتباط والعلاقة القائمة بينهما من خلال ما يسمى بنظرية تعادل القوى الشرائية (Purchasing Power Parity Theory) حيث تقول هذه النظرية ان سعر صرف التوازن بين عملتي دولتين انما يعكس التغيرات النسبية في مستوى الاسعار العام في كل من هاتين الدولتين، فاذا كانت كمية معينة من السلع يمكن شراؤها في انجلترا بمقدار جنيه استرليني واحد وان نفس الكمية من السلع تشتري في الولايات المتحدة بثلاثة دولارات فانه وفقا لنظرية تعادل القوى الشرائية فان سعر صرف التوازن بين الدولار والأسترليني هو ثلاث دولارات لكل جنيه استرليني، وذلك بعد الغاء تأثير الضرائب ومصاريف الشحن بين البلدين.

العوامل التي تؤثر على سعر العملة الاني :

كثيرا ما نسمع في سوق العملات الاجنبية الحديث عن عملات قوية وعملات ضعيفة او الحديث عن ارتفاع سعر عملة معينة في السوق وانخفاض سعر عملة اخرى، فالعملة تعتبر قوية اذا ارتفع سعرها في السوق مقابل جميع العملات الاخرى المهمة وتعتبر ضعيفة اذا انخفض سعرها مقابل هذه العملات. فمجرد ارتفاع او انخفاض السعر مقابل عدد من العملات حتى ولو كان العدد كبيرا فان هذا لا يكشف عن قوة او ضعف لهذه العملة، اذ لا بد وان تكون هذه العملات عملات مهمة ورئيسية في السوق. وارتفاع وانخفاض سعر عملة معينة في السوق تحكمه اسباب وظروف وعوامل نريد في هذا المجال الاشارة الى بعضها. وهنا لا بد من ذكر اهمية ارتباط هذه العوامل بمؤشرات العرض والطلب في السوق وعلاقتها الوثيقة بتوازنهما. فكما نعرف فان السبب المباشر لتغير سعر عملة يكمن في عدم التوازن الذي قد ينتج بين عرض هذه العملة والطلب عليها. فعندما يجد المتعاملون في السوق انفسهم غير قادرين على شراء عملة معينة لقلة عرضها في السوق فان هذا يعتبر مبررا قويا لارتفاع سعرها والعكس يحدث عندما يجد المتعاملون انفسهم قادرين على الحصول على هذه العملة بكل بساطة ويسر لزيادة عرضها في السوق، او عندما يسود لديهم الشعور في مقدرتهم على الحصول عليها باسعار افضل للسبب ذاته فان هذا سيدفع سعرها للانخفاض.

من هنا نجد ان العملات في الاسواق كالسلع تماما تحكمها عوامل العرض والطلب، فعندما تتجاوز الكميات المطلوبة الكميات المعروضة فان سعر العملة سيرتفع حتى يصل الى المستوى الذي يجد فيه المشترون انه من غير المجزي شراء مبالغ جديدة، وعندما يحدث العكس فان سعر العملة سينخفض حتى يصل الى الحد الذي يجد فيه البائعون انه من غير المجزي بيع مبالغ جديدة.

ويمكن تقسيم العوامل التي يمكن أن تؤثر على ارتفاع أو انخفاض سعر عملة معينة إلى مجموعتين من العوامل الاولى فنية والثانية أساسية :

أ - العوامل الفنية (Technical Factors)

من العوامل الفنية التي يمكن ان تؤثر على سعر العملة في سوق العملات الاجنبية ما يلي :

١- ظروف السوق

ان الطريقة التي يتجاوب بها السوق مع الاخبار والتقارير والمعلومات التي يستلمها تؤثر على اسعار العملات فيه، فنجد تجاوب السوق لوضع معين في بعض الاحيان حساسا وقويا في حين يكون تجاوبه لنفس الوضع في وقت اخر مختلفا تماما.

فالتقارير والتصريحات والاشاعات نفسها تؤثر على الاسعار بدرجات مختلفة، معتمدة في ذلك على درجة التجاوب الذي يكون احيانا قويا واحيانا اخرى ضعيفا. فنظرة المتعاملين في السوق وتجاوبهم لتطوراته واحداثه مختلفة، ومتضادة حول نفس الموضوع، فقد يتحدد رأي بعضهم مثلا وفقا لاتجاه الاسعار طويل الاجل والمبني على المؤشرات الاساسية (Fundamentals) في حين يتحدد رأي البعض الآخر وفقا لاتجاه الاسعار قصيرة الاجل المبني على ردود فعل السوق السريعة وظروفه الفنية والسيكولوجية.

٢- خبرة المتعاملين واوضاعهم :

يقوم المتعاملون في سوق العملات الاجنبية على ضوء مهاراتهم وخبراتهم ومعرفتهم بالسوق واحواله بتوقع اتجاه الاسعار، ويقومون وعلى

ضوء قوة هذا الاتجاه باتخاذ القرارات اللازمة بشأن الاسعار وتحديد فيما اذا كان من الضروري تعديلها او ابقائها على ما هي عليه . وبالتالي فان الاسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين وبمهاراتهم ، بالاضافة الى ذلك فاننا نجد ان اسعار العملات الاجنبية تتأثر بقوة المتعاملين التفاوضية والاساليب المستخدمة من قبلهم لتنفيذ عملياتهم المختلفة كما تتأثر بحجم التزاماتهم القائمة فاذا كانت كبيرة فإن اقناعهم بالتزامات اضافية يتطلب تغييرا جذرياً في السعر ليغريهم بزيادة حجم التزاماتهم والعكس يحدث اذا كانت التزاماتهم قليلة .

وتتأثر اسعار العملات ايضا بسياسة المتعاملين فيما يتعلق باوضاعهم من العملات الاجنبية وبتغطية هذه الاوضاع ، فسياستهم بخصوص حجم هذه الاوضاع ومبالغها والاوقات المسموح لهم الاحتفاظ بها ، كلها امور تؤثر على اسعار العملات الاجنبية وان أي تغيير في هذه السياسات سيؤدي الى تغيير في الاسعار .

٣- الكميات المتعامل بها ودرجة السيولة المطلوبة :

ان حجم الكميات المتعامل بها وسرعة دوران هذه الكميات يلعبان دورا كبيرا في التأثير على سعر العملة ، كما ان سياسة الجهات المتعاملة فيما يتعلق بحاجتها الى السيولة بشكل عام (Liquidity) او بحاجتها الى السيولة المؤقته لاغراض الميزانيات والاوضاع المحاسبية (Window-Dressing) كلها امور تؤثر على سعر العملة في السوق وذلك من خلال التأثير على معطيات العرض والطلب لهذه العملة .

٤- مدى الحاجة للعملة المطلوبة ومدى التنويع في العمليات :

من المعروف انه كلما كانت الحاجة للعملة اكبر كلما كان من الصعب الحصول على اسعار افضل ، فحتى لو تساوى مجموع اوامر الشراء مع مجموع اوامر البيع فان سعر العملة يميل لصالح الجهة التي تستطيع ان تجد ظروفاً افضل لاتمام عملياتها . كما ان التنويع في عدد العمليات المطلوبة واكتشاف اساليب جديدة لتنفيذها او الاستمرار في الاساليب الموجودة كلها امور تؤثر على اسعار العملات .

٥- التغيرات في الاسواق المالية والاسواق الاخرى غير سوق العملات :

تؤثر التغيرات في الاسواق المالية والاسواق الاخرى على اسعار العملات في سوق العملات الاجنبية من خلال تأثيرها على العرض والطلب لهذه العملات فارتفاع اسعار الاسهم في سوق الاسهم (Stock Exchange) او ارتفاع اسعار او مردود ادوات الاستثمار في السوق النقدي (Money Market) سيؤدي الى مزيد من الطلب على عملات هذه الاسواق للاستثمار في ادواتها الامر الذي سيؤدي الى ارتفاع اسعار هذه العملات . والعكس يحدث لو انخفض مردود الاستثمار في ادوات هذه الاسواق اذ ستكون النتيجة هي بيع هذه الادوات وبالتالي زيادة عرض هذه العملات وانخفاض اسعارها .

٦- التحليل الفني (بالخرائط) Technical Analysis (Charts)

يعتبر التحليل الفني بواسطة الخرائط Chart Analysis اهم الأجراءات التي يقوم بها المتعاملون بالعملات الأجنبية لتمكينهم من اتخاذ قرار الشراء او البيع في تعاملهم اليومي . فالعوامل الأساسية التي سنبحثها لاحقاً تكون

دائماً متقادمة عند صدورها اذ انها تبين تأثير العرض والطلب في مرحلة سابقة بالنظر للوقت الذي يستغرقه جمع البيانات وتصنيفها واخراج احصاءاتها وتكمن اهميتها في تحديد اتجاه اسعار الصرف في المدى المتوسط او الطويل. فالعجز المزمن في ميزان المدفوعات لا بد وان يؤدي الى زيادة عرض العملة وبالتالي الى انخفاض سعرها.

اما بالنسبة للتحليل الفني فان الخرائط تعكس صافي العرض والطلب على العملة لاي فترة يرغب المتعامل ببرمجتها على حاسوبه الشخصي وقد تبدأ من خرائط تعكس العرض والطلب لآخر خمس دقائق او ساعةاو يوم او شهراو سنة ويستطيع من خلال هذه الخرائط واستناداً الى عدد من النظريات الفنية ان يتوقع اتجاه حركة العملة القادمة بغض النظر عن الأساسيات. اذ قد ترتفع عملة ضعيفة لمدة قصيرة وبنسب عاليه مع بقاءها في اتجاه الهبوط. كما وقد تنخفض عملة قوية بنسبة كبيرة مع بقاء اتجاهها متصاعداً. وغالبا ما تؤدي حركة الأسواق هذه الى تكبد المتعاملين خسائر كبيرة اذا ما اهملوا التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم. ويعتمد التحليل الفني على اكثر من خمس وعشرين مؤشراً سنأتي على ذكر الخمسة الأكثر شيوعاً واستعمالاً منهم[١].

تحليل موجات السوق Eliott Wave Analysis [٢]

بناء على متابعات واقعية لحركة الأسعار بشكل مستمر وعلى مدى فترة طويلة من الزمن لاحظ اليوت ان الأسعار تتحرك على شكل موجات فاذا كان الأتجاه نحو

---

١) للمزيد من التفاصيل حول هذه المؤشرات للدارس ان يرجع الى موقع Chares J. Kaplan على الأنترنت http://www.e-amalytes.com . . والتابع الى MG Financial Group

٢) www.elliottwawe.com

الارتفاع يرتفع السعر من خلال خمس موجات ليعود بعد ذلك الى الأرتداد ثلاث موجات واذا كان اتجاه السعر نحو الأنخفاض ينخفض السعر على خمس موجات ويرتد الى الصعود على ثلاث موجات، المهم بالنسبة للمتعامل هنا هو معرفته لأتجاه العملة الصحيح وفي اي من الموجات يكون ليتمكن من اتخاذ القرار الصحيح . ويستعين المتعاملون في تحليل الموجات Wave Analysis بنسب Fibonacci وهو محاسب وعالم رياضيات ايطالي من القرن الثالث عشر استطاع من خلال دراسته لقياسات اهرامات الجيزة ان يصل الى رقم المتوسط الذهبي وهو (0.618) والذي قام من خلاله باشتقاق نسبه المعروفه والتي عند تطبيقها على حركة الأسواق تحدد نقاط الدعم والمقاومة Support and Resistamce Rates وهي عبارة عن الأسعار التي يصعب على الأسواق اجتيازها عند الهبوط او الصعود، أذ غالبا ما ترتد عنها لتحاول بعد ذلك اجتيازها لمرة ثانية او اكثر .

مؤشر القوة النسبيه Relative Strength Index (RSI)

وهو مؤشر يعطي المتعاملين صورة واضحة حول وضع السوق من خلال نسب معينة، فاذا كان RSI اليورو على الدولار 70 اي اكثر من خمسين فهذا يدل على انه قد تمت المبالغه في شرائه وان اسعاره ستعود الى الهبوط مسببة رجوع الى RSI الى حدود ال 50 .

فاذا انخفض مؤشر القوى النسبيه لعملة ما مقابل أخرى الى ما دون 30 فان ذلك يعني انه يجب شراؤها واذا ما تجاوز الرقم 70 فانه يجب بيعها .

المتوسطات المتحركة Moving Averages

يتم احتساب المتوسط المتحرك لمدة شهر باحتساب معدل اسعار اغلاق اخر 30 يوم تعامل وكذلك بالنسبه للمعدل المتحرك لثلاث اشهر او 200 يوم. . وفي حال تجاوز الخط البياني لمعدل الثلاثين يوماً صعوداً الخط البياني لمعدل 200 يوم فان ذلك

يدل على اتجاه العملة نحو الأرتفاع اما اذا كان التجاوز باتجاه الهبوط فيدل على اتجاه الأسعار نحو الأنخفاض MACD (Moving Average Convergence Divergence).

حدود بولينغر Bollinger Bands

وهي عبارة عن حدود يجري احتسابها ورسمها على اساس ضعف الأنحراف المعياري لسعر العملة في لحظة التعامل. وتتميز هذه الحدود بانها تعكس وضع السوق فاذا كانت الأسعار شديدة الذبذبة تتسع حدود بولينغر لتعود الى وضعها الطبيعي عند عودة السوق للأستقرار وتعتبر معدلات الأنحراف المعياري المتحركة مؤشراً لسعر العملة في السوق. فاقتراب العملة من حد بولينغر الأعلى يعني انه يجب بيعها في حين يتعين شراؤها عند اقترابها من حد بولينغر الأدنى.

ستوكاستكس Stochastics

يحتسب هذا المؤشر Stochastic Oscillator اسعار اغلاق العملة في يوم محدد مقارنة بمدى تحركها خلال فترة محدودة. وحسب جورج لان George Lane الذي قام بتطوير هذا المؤشر، تتجه الأسعار الى الأغلاق عند اعلى اسعار المدى في حال اتجاه اسعارها نحو الصعود في حين تتجه الى الأغلاق عند ادنى اسعار المدى في حال اتجاه اسعارها نحو الأنخفاض.

ب- العوامل الأساسية:

لقد سبق وذكرنا ان اسعار العملات مثل اسعار بقية السلع يحددها العرض والطلب. ويقاس العرض والطلب على عملة ما من خلال حسابات ميزان المدفوعات الخارجية للبلد مصدر هذه العملة، والتي تتأثر بدورها بالسياسات التجارية والنقدية والمالية المتبعة في ذلك البلد.

تأثير حسابات ميزان المدفوعات على العرض والطلب على العملات الاجنبية :

١- الاستيراد والتصدير :

عندما يتم تصدير سلع لخارج بلد ما، فان قيم هذه الصادرات تدفع في العادة للمصدر بعملة اجنبية عن طريق حوالة خارجية أو شيكات او اعتماد مستندي او مستندات شحن تسلم للمستورد مقابل الدفع . واذا قام المصدر ببيع العملة الاجنبية التي ستدفع له مقابل العملة الوطنية فان الطلب على العملة الوطنية سيزيد وزيادة الطلب ستؤدي الى تحسن سعر العملة الوطنية .

وحتى لو كان المصدر سيستلم قيمة الصادرات بعملته الوطنية فحتى يحصل المستورد على العملة الوطنية لا بد ان يبيع مقابلها عملة اجنبية وهذا بدوره يزيد الطلب على العملة الوطنية . وتأثير ذلك على سعر العملة الوطنية لا يختلف عن الحالة التي تدفع فيها قيم الصادرات بالعملات الاجنبية الا اذا كان بحوزة المستورد العملة الوطنية للبلد المصدر قبل تنفيذ عملية التصدير .

ومن ناحية اخرى فان استيراد هذا البلد لسلع من الخارج سيؤدي الى دفع مبالغ بالعملة الاجنبية . وحتى يتمكن المستورد من الحصول عليها فعليه ان يبيع العملة الوطنية وهذا بدوره سيزيد عرض هذه العملة وبالتالي سيؤدي الى انخفاض سعرها .

٢- النفقات السياحية

فالسياح الاجانب الذين يزورون بلدا ما عليهم ان ينفقوا اموالا فيه ويتم الانفاق عادة بالعملة الوطنية للبلد الذي يزورونه . وحتى يحصلوا على مثل

هذه الاموال لابد لهم من بيع عملة اجنبية ليحصلوا على العملة الوطنية وهذا بدوره سيزيد الطلب على العملة الوطنية وسيرفع سعرها في اسواق العملات الاجنبية .

ومن ناحية اخرى فان النفقات السياحية التي ينفقها مواطنوا بلد في زياراتهم الى خارج بلدهم يتطلب منهم الحصول على العملات الخاصة بالبلدان التي يزورونها وهذا يؤدي الى زيادة عرض عملتهم الوطنية وبالتالي انخفاض سعرها .

٣- تصدير واستيراد الخدمات الاخرى

كما ان تصدير سلع بلد ما الى بلدان اخرى يؤدي الى زيادة الطلب على عملة البلد المصدر فان نفس النتائج تنطبق على تصدير الخدمات .

ومن ناحية اخرى فان ما ورد عن استيراد السلع ينطبق ايضا على استيراد الخدمات ومن الامثلة على استيراد وتصدير الخدمات عمليات التأمين ، والشحن البري والبحري والجوي التي تدفع لمواطني بلدان اخرى بالاضافة الى عمولات البنوك .

٤- ارباح الاستثمارات

عندما تتحقق ارباح في الخارج لافراد يقيمون في بلد ما ويرغب هؤلاء الافراد بادخال هذه الارباح الى بلدانهم فان عليهم عرض العملة الاجنبية لشراء العملة الوطنية وهذا يؤدي الى زيادة الطلب على عملتهم الوطنية ورفع سعرها في الاسواق العالمية .

ويحدث العكس عندما تتحقق ارباح لغير المقيمين في بلد ما ويرغبون في اخراجها فهذا يؤدي الى زيادة العرض للعملة الوطنية ويخفض سعرها في الاسواق .

٥- حوالات المغتربين الى ذويهم

ويشمل ذلك الحوالات التي ترد الى بلد ما من مواطنيه الذين يعملون في الخارج او المغتربين او المبالغ التي تؤدي لهم عن طريق الارث وغير ذلك من الحوالات المشابهة في الجانب الدائن كما ويشمل حوالات العمال والموظفين الوافدين الصادرة الى بلادهم في الجانب المدين من الحساب .

٦- المساعدات الخارجية

وتشمل المبالغ التي ترد الى بلد ما كمساعدات من الخارج دون مقابل وتقسم الى مساعدات خاصة ودولية ومساعدات حكومية .

فالمساعدات الخاصة والدولية هي المبالغ التي ترد كمنح دون مقابل من المؤسسات الدولية والعالمية والافراد الذين يعملون في الخارج مثل المساعدات التي ترد من المؤسسات الدينية والعلمية ومؤسسات الامم المتحدة . والمساعدات الحكومية هي المساعدات التي تدفعها الحكومات الاجنبية لحكومة اخرى لدعم ميزانيتها او لتنفيذ بعض المشاريع الخاصة بالتنمية .

ومثل هذه المساعدات ترد بالعملة الاجنبية وحين تحول الى العملة الوطنية يؤدي ذلك الى زيادة الطلب على العملة الوطنية ورفع سعرها . ويحدث العكس في حالة خروج المساعدات من بلد معين الى البلدان الاخرى .

٧- التحويلات الرأسمالية والاستثمارات الخارجية

وهي انتقال رؤوس الاموال من بلد الى اخر لتحول الى موجودات في البلد الاخر لتعطي مردودا . ويمكن تقسيم التحويلات الى نوعين رئيسيين

الاول انتقال الاموال من بلد الى آخر لتحول الى موجودات عينية على شكل استثمارات في مصانع او عقارات او غيرها من المشاريع المنتجة . والنوع الاخر هو تحويل الاموال من بلد الى آخر لتحول الى موجودات مالية في البلد الاخر على شكل سندات وودائع لاجل واسهم وغيرها من الموجودات المالية .

وتتأثر كثيرا حركة رؤوس الاموال بهيكل اسعار الفوائد على مختلف العملات ، فعادة ما تنتقل هذه الاموال سعيا وراء الربح المجزي من بلد الى آخر تبعا لتغير اسعار الفوائد وهذا ما يعرف بالاموال الساخنة .

وكما سبق وان اشير اليه فان انتقال رؤوس الاموال من بلد الى اخر يزيد الطلب على العملة التي تتجه اليها العملات ويرفع سعرها في الاسواق ويؤدي الى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الاموال وبالتالي هبوط اسعارها .

وانتقال رؤوس الاموال الساخنة من بلد الى اخر هو احد المصادر الرئيسية للصعوبات التي يواجهها نظام النقد الدولي ، والتي تؤدي الى انتشار عدوى الأزمات من سوق الى اخر في جميع انحاء العالم . وغالبا ما يجري معالجة هذه الازمات من خلال تعاون البنوك المركزيه في الدول الصناعية الكبرى G7 .

٨- القروض الدولية

وهي الاموال التي تنتقل من بلد الى آخر كقروض حكومية او دولية لحكومة او مواطني البلد الاخر .

وحال منح القرض فان ذلك يؤدي الى زيادة الطلب على عملة البلد الذي تحول اليه قيمة القرض وزيادة عرض عملة البلد الذي سيمنح القرض

وهذا يؤدي الى رفع سعر العملة الوطنية للبلد المقترض وانخفاض سعر العملة الوطنية للبلد المقرض.

ويكون الوضع عكس ذلك عند تسديد القروض فان تسديدها سيؤدي الى زيادة الطلب على عملة البلد المقرض وزيادة عرض عملة البلد المقترض.

٩- تحويل الاموال بقصد المضاربة

وهي تدفق الاموال الى بلد ما من بلدان اخرى لاعتقاد المحولين ان سعر العملة في تلك البلد سوف يرتفع خلال فترة قصيرة من الزمن مما سيمكنهم من تحقيق ربح رأسمالي وفير خلال فترة قصيرة، وخروج الاموال من بلد ما لاعتقاد اصحاب الاموال ان عملة هذا البلد سوف تتعرض لانخفاض مما سيمكنهم من تجنب خسارة رأسمالية خلال فترة قصيرة من الزمن.

وتدفق رؤوس الاموال الى بلد ما يزيد الطلب على عملته ويؤدي الى ارتفاع سعرها وهذا بدوره يؤدي الى انخفاض اسعار بعض العملات الاجنبية الاخرى لان زيادة الطلب على عملته يرافقه زيادة عرض بعض العملات الاخرى. اما خروج رؤوس الاموال فتأثيره على عكس ذلك تماما.

وتدخل جميع العناصر التي اشير اليها في الفقرات السابقة ضمن حسابات ميزان المدفوعات. وتعتبر العناصر الست الاولى مدفوعات ومقبوضات جارية اما الحالات الثلاث الاخيرة وهي التحاويل الرأسمالية والاستثمارات الخارجية والقروض الدولية وتحويل رؤوس الاموال بقصد المضاربة فتعتبر مدفوعات رأسمالية.

واذا زاد مجموع المدفوعات من هذه العناصر عن مجموع المقبوضات فانه يتحقق عجز في ميزان المدفوعات يسدد عن طريق انخفاض الاحتياطي الخارجي للبلد المعني . واما اذا زاد مجموع المقبوضات عن مجموع المدفوعات فيتحقق هناك فائض في ميزان المدفوعات يؤدي الى زيادة احتياطي العملات الاجنبية للبلد المعني .

سياسة الدولة الاقتصادية (Economic Policies)

لا يستطيع احد انكار الاثار التي قد تتركها سياسات الدولة المختلفة خاصة فيما يتعلق بالسياسة النقدية (Monetary Policy) والسياسة المالية (Fiscal Policy) على سعر عملتها . ونريد الان استعراض بعض مظاهر هذه السياسات والاثار التي قد تتركها على سعر العملة :

السياسة النقدية

أ - عرض النقد (Money Supply)

ان الزيادة الحادة في عرض النقد تدفع قيمة العملة في العادة للانخفاض ، وعلى الرغم من ان بعض الاقتصاديين قد يخالفون ذلك الرأي الا ان العديد من المتعاملين في سوق العملات الاجنبية يعتبرون زيادة عرض النقد عملية مشابهة في اثارها لعملية التضخم الا اذا كانت هذه الزيادة بعد فترة انكماشية حادة . وتبقى المشكلة في هذا المضمار هي عدم وجود اتفاق عام حول تعريف موحد لمفهوم عرض النقد ، ففي حين يشتمل المفهوم الضيق لعرض النقد او ما يسمى بالمفهوم الاول (MI) على النقد المتداول لدى الجمهور والودائع تحت الطلب يشتمل المفهوم الثالث لعرض النقد (M3) على النقد المتداول لدى الجمهور

والودائع تحت الطلب وودائع التوفير والأجل . وكما هو واضح فان المفهوم الاخير لعرض النقد اكثر استقرارا من المفهوم الاول حيث نجده يغطي مجالا اوسع من النقد مما يجعل درجة تذبذبه اقل . اما في المفهوم الاول فاننا نجد درجة تذبذب عالية تنتج باستمرار عن التحويل المستمر للاموال من حسابات التوفير للحسابات الجارية او بالعكس .

ومما تجدر الاشارة اليه هنا انه من غير الحكمة ربط القرارات المتعلقة باسعار العملات بشكل مطلق بارقام عرض النقد دون تحديد اتجاه عام لعرض النقد تبنى عليه مثل هذه القرارات . كما انه من الضروري ان يتوفر لدى المتعامل بالعملات الاجنبية خلفية عن المفاهيم المستخدمة لعرض النقد وما يشتمل عليه كل مفهوم بالأضافة الى خلفيته عن السوق النقدي والممارسات البنكية للدولة التي تعود اليها هذه العملة ليتمكن من تحديد اثار عرض النقد على سعر العملة . وبما ان سلاح سعر الفائدة لا يزال احد الاسلحة الفعالة التي تستعملها البنوك المركزية فاننا لا نستطيع اهمال الاثر قصير الاجل الذي تتركه سياسات عرض النقد على سعر الفائدة والارتباط القائم بينهما واثر ذلك على سعر العملة .

ب- سعر الفائدة (Interest Rate)

هناك ارتباط قائم بين سعر العملة وسعر فائدتها ، ففي حين يعتبر ارتفاع سعر الفائدة سببا لقوة العملة حسب نظرية التدفقات النقدية (MONETARY FLOWS) يعتبر انخفاض سعر الفائدة سببا لضعفها وذلك بافتراض ثبات باقي العوامل الاخرى المرتبطة بهما . والاسعار المشار اليها في هذا المجال هي اسعار العملات القابلة للتحويل التي تحددها قوى العرض والطلب وليست الاسعار

التي تتدخل السلطات النقدية في تحديد اسعارها . كما ان وضع القوة والضعف المشار اليهما هو وضع نسبي مقارن بقوة وضعف العملات المقابلة لهذه العملة .

فلو افترضنا ان هناك توازناً في اغلب الفعاليات الاقتصادية لدولتين ، فان سعر الفائدة العالي في الدولة الاولى سيجعل الاموال تتدفق اليها من الدولة الثانية التي لديها سعر فائدة اقل الامر الذي يخلق وضعا غير متوازن بينهما قد يصحح عن طريق تعديلات في اسعار الفوائد القائمة بين هاتين الدولتين بحيث يرتفع سعر الفائدة المنخفض للدولة الثانية او ينخفض سعر الفائدة المرتفع للدولة الاولى او قد يصحح عدم التوازن هذا عن طريق تعديلات في سعر تبادل عملتي الدولتين المعنيتين بحيث ينخفض سعر عملة الدولة الاولى مقابل عملة الدولة الثانية الى الحد الذي يوقف فيه تدفق الاموال غير المتوازن بينهما ويمكننا توضيح ذلك اكثر في المثال التالي :

لو فرضنا ان سعر الفائدة في الدولة الاولى هو 3% سنويا وان سعر الفائدة في الدولة الثانية هو صفر% سنويا وان سعر تعادل عملتي البلدين هو 3 من عملة الدولة الاولى = 1 من عملة الدولة الثانية . فانه كنتيجة لذلك سيقوم مواطنوا الدولة الثانية بشراء عملة الدولة الاولى وذلك عن طريق مبادلة وحدة من عملتهم بثلاث وحدات من عملة الدولة الثانية واستثمار عملة هذه الدولة للحصول على مردود مقابل 3% سنويا بدلا من الاحتفاظ بعملتهم التي لا تعطي اي مردود .

وسيستمر التدفق النقدي من الدولة الثانية للدولة الاولى وذلك للاستفادة من فرق الفائدة القائم بين الدولتين طالما بقي مواطنوا الدولة الثانية قادرين في

النهاية على استعادة عملتهم بنفس سعر التبادل القائم اي مبادلة ثلاث وحدات من عملة الدولة الاولى لوحدة من عملتهم الوطنية . الا ان هذا الوضع لا يمكن استمراره ذلك لأن مثل هذا الوضع سيدفع سعر عملة الدولة الاولى الى التغير حتى يضعف الطلب عليها اي لا بد وان يرتفع سعرها بما يعادل فرق الفائدة البالغ 3% حتى يصبح من غير المغري التحويل من عملة الدولة الثانية الى عملة الدولة الاولى وهذا يعني سعر تبادل يعادل 2,91 من عملة الدولة الاولى ليساوي وحدة من عملة الدولة الثانية .

من هنا نخلص الى ان ارتفاع سعر الفائدة سيدفع سعر العملة للارتفاع بسبب زيادة الطلب عليها الامر الذي يفسر التعديل المستمر في سعر العملة المواكب لتعديل سعر الفائدة .

ج- التضخم والكساد والكساد التضخمي (Inflation, Deflation & Stagflation)

ان ارتفاع مستوى الاسعار في دولة ما اكثر مما هو الحال في الدول الاخرى يتطلب اجراءات مالية او نقدية لهذه الدولة ، وفي غياب ذلك فان هذا يتطلب تخفيض عملة هذه الدولة والعكس يحدث لو ان الدولة تتمتع بمستوى اسعار اقل من الدول الاخرى فذلك يتطلب اعادة تقييم لعملتها . كذلك الحال بالنسبة للدولة في فترة الكساد والكساد التضخمي فمن المغري لها ان تجعل اسعارها اكثر منافسة وان هذا لا يتأتى لها الا عن طريق تخفيض عملتها . اي لا بد وان تعدل عملتها بتخفيض حاد لكي تصبح صادراتها رخيصة جدا ومنافسة للاسواق .

د - السياسة الضريبية (Taxation)

ان الاجراءات الضريبية المختلفة التي قد تضع الاموال داخل جيوب الناس او قد تسحبها تؤثر على سعر العملة، وعلى الرغم من ان هذه السياسات والاجراءات لا تؤثر بشكل مباشر على سعر العملة الا انه في اوقات متعددة تكون مثل هذه السياسات والاجراءات مهمة ويجب ان تؤخذ بالحسبان لما لها من اثار على الدخول، وحوافز الانتاج وبالتالي الاسعار والصادرات والميزان التجاري.

المراجع

الفصل السابع:

References

Levi, Maurice, International Finance, 3rd ed., Mac Graw Hill: New York, 1996.

الفصل الثامن
التعامل بالعملات الأجنبية

- تسمية اسعار العملات الاجنبية (Quotations)
- اتجاها التعامل في اسواق العملات الاجنبية ، سوق الاتجاهين ، (Two Way Market)
- تاريخ الحق (التسليم) في عمليات التعامل (Value Date)
- كيف تتم عمليات شراء وبيع العملات الاجنبية (Trading Procedure)
- الأسعار المتقاطعة (Cross Rates)
- السلسلة (The Chain)
- مراكز المتعاملين Fx Positions

تسمية اسعار العملات (Quotations)

تعطى اسعار العملات الاجنبية في دولة ما او تسمى عادة بنفس الطريقة التي تعطى او تسمى بها اسعار البضائع والخدمات، اي ان ذلك يتم بوحدات العملة المحلية في تلك الدولة، فعندما يسمى سعر الدولار الامريكي في السوق الاردني على اساس 0,710 دينار فان هذا يعني ان الدولار الامريكي يساوي 710 فلسا اردنيا وهي تسمية مشابهة لتسمية اسعار السلع والخدمات في السوق الاردني.

وهذا لا يعني انه لا يمكن ان تتم تسمية سعر العملة المحلية في نفس السوق بعدد من وحدات اي من العملات الاجنبية المسماة مقابلها، كأن يعطى السعر على اساس 1,41 والذي بدوره يعني ان الدينار الاردني يساوي 1,41 دولاراً امريكيا اي دولار واحد واربعون سنتا امريكياً، والسعر الاخير هذا هو معكوس او مقلوب السعر الاول 1/0,710 يساوي 1,4085 او ما يسمى بالسعر التبادلي (Reciprocal Rate).

ان النوع الاول من هذه التسميات وهو الذي يتم على اساس تسمية عدة وحدات (اجزاء) من العملة الاجنبية مقابل وحدة العملة الاجنبية يسمى عادة بنظام التسمية السعرية (Price Quotation System) فيكون مثلا سعر كل من الجنيه الاسترليني واليورو في السوق الاردني حوالي 1,140 فلسا، -,820 فلسا على التوالي.

أما النوع الثاني من هذه التسميات وهو الذي يتم على اساس تسمية عدة وحدات (اجزاء) من العملة الاجنبية مقابل وحدة العملة المحلية فيسمى نظام التسمية الكمية (Volume Quotation System)، حيث تسمى الاسعار السابقة للجنيه الاسترليني واليورو في السوق الاردني على اساس 0,877 و 1,22 اي ان الدينار الاردني يساوي 0,877 جنيه ثمانماية وسبع وسبعون بنسا انجليزيا ويساوي يورو واحد

واثنان وعشرون سنتيما .

وكما هو واضح فان اي تسمية من هاتين التسميتين ما هي الا مقلوب التسمية الاخرى، فاذا ما تمت التسمية في نفس السوق وفي نفس الوقت، فلا بد وان تتساوى التسميتان السعرية والكمية .

وفي معظم الدول العربية فان نظام التسمية السعرية هو المستعمل في نشرات الاسعار الرسمية التي يصدرها البنك المركزي والتي تتعامل بها البنوك التجارية والمؤسسات المالية العاملة في تلك الدول حيث تتم تسمية اسعار وحدة واحدة من العملات الاجنبية مقابل عدة وحدات (اجزاء) من العملة المحلية .

اما فيما يتعلق بتسمية الاسعار في اسواق العملات الاجنبية الدولية فان ذلك يتم بشكل رئيسي وفق طريقتين متفق عليهما :

الطريقة الاولى:

وهي الطريقة الاوروبية (European Terms) حيث ان العملة التي تسمى هي الدولار الامريكي والسعر الذي يعطى هو سعر الدولار ومن امثلتها :

1USD= 0.8772 EURO

1USD= 1.3400 CHF

1USD= 119,00 YEN

فهذه الاسعار هي اسعار الدولار الامريكي حيث يساوي 0,8772 يورو لكل دولار EURO PER USD و 1,3400 فرنك سويسري لكل دولار و 119,00 ين ياباني لكل دولار على التوالي، اي ان هذه الطريقة تبين كم يساوي الدولار الواحد من وحدات العملات الاجنبية . وتعرض هذه الأسعار على شاشات التعامل كما يلي :

USD/EUR= 0.8772

USD/CHF= 1.3400

USD/YEN= 119,00

الطريقة الثانية :

وهي الطريقة الامريكية (U.S. Terms) حيث ان العملة التي تسمى هي العملة الاجنبية والسعر الذي يعطى هو سعر هذه العملة بالدولار الأمريكي ومن امثلتها :

GBP/USD= 1.6200

EURO/USD= 1.1400

CHF/USD= 0.7463

حيث نجد ان هذه الاسعار هي اسعار الجنيه الاسترليني اليورو والفرنك السويسري حيث يساوي الاول 1,6200 دولار لكل جنيه استرليني والثاني 1,1400 دولار لكل يورو والثالث 0,7463 دولار لكل فرنك سويسري، اي ان هذه الطريقة تبين كم تساوي الوحدة الواحدة من العملة الاجنبية من وحدات الدولار الامريكي .

وان فهم هاتين الطريقتين امر ضروري لمعرفة اتجاهي التعامل في سوق العملات الاجنبية، ذلك لان اتجاهي الشراء والبيع في الطريقتين مختلف، فبينما يكون سعرا الشراء والبيع في الطريقة الاولى للدولار يكونان في الطريقة الثانية للعملة الاجنبية .

ويجب على تسمية الاسعار ان تتميز بما يلي :

١ - السرعة وعدم التباطوء في اعطاء الاسعار

اذ يجب على البنك مسمي الاسعار عدم التردد في اعطائها عند طلبها حتى ولو كانت اسعار السوق في حالة تذبذب وعدم ثبات، اذ يفضل في مثل هذه الحالة الرد السريع حتى ولو قام فيما بعد بتغييرها اكثر من مرة الى ان يتم الاتفاق النهائي عليها بين الطرفين، ذلك لانه من حق هذا البنك تغيير السعر الذي يعطيه

لعميله طالما انه لم يتم الاتفاق عليه بشكل نهائي . وغالبا ما تتم برمجة اجهزة الحاسوب لتسمي الأسعار حسب اسعار السوق الذي يتميّز بتذبذبه المستمر وذلك لتلافي اية خسائر قد تلحق بالبنك بسبب توقيت التسعير .

٢- الهامش الضيق بين سعري الشراء والبيع

يعتبر الهامش الضيق ميزة من ميزات التسمية الجيدة للاسعار طالما ان ذلك يكون مقرونا بعدم معرفة اتجاه تعامل الطرف المقابل ، فعندما يعطي بنك ما سعري شرائه وبيعه لعملة بهامش ضيق بينهما وهو لا يعرف رغبة الطرف المقابل اذا كانت شراء العملة ام بيعها فان هذا يعني ان سعره جيد ومنافس ، لانه لا يستطيع تخفيض السعرين معا او رفعهما معا لتحقيق مكاسب من ذلك طالما ان الطرف المقابل قد يبيعه العملة او يشتريها منه .

٣- الرغبة في التعامل حسب الاسعار المسماة

يجب على البنك مسمي الاسعار الالتزام بهذه الاسعار طالما ان الكميات المعروضة او المطلوبة ضمن الحدود المتعارف عليها ، الا ان تسمية سعر معين والاتفاق عليه لا يلزم البنك مسمي السعر اذا تبين له بعدها ان المبلغ المعروض او المطلوب اكبر من الحد المتعارف عليه ، ويعتبر عادة المبلغ الذي يتراوح بين مليون وعشرة ملايين دولار امريكي او ما يعادله مبلغا مألوفا للتعامل في الاسواق الدولية .

اتجاها التعامل في اسواق العملات الاجنبية (سوق الاتجاهين)

يتم التعامل في اسواق العملات الاجنبية عادة بالاتجاهين ، حيث يعطى سعران للعملة ، الاول يسمى سعر الشراء (Buying Rate/Bid Rate) وهو السعر الذي على اساسه تشتري الجهة معلنة هذا السعر العملة المسماة والثاني ويسمى سعر البيع (Sell-ing Rate/Offer Rate) وهو السعر الذي على اساسه تبيع الجهة معلنة هذا السعر

العملة المسماة، وتتم التسمية في سوق العملات عادة باعطاء السعرين معا وبحيث يترك الخيار للجهة طالبة هذه الاسعار تحديد اتجاه التعامل الذي ترغبه فاما ان تكون مشترية للعملة واما ان تكون بائعة لها.

وكنا قد بينا سابقا بانه من الضروري لتحديد سعري الشراء والبيع معرفة طريقة التسمية المعروضة فسعر الشراء في الطريقة الاوروبية هو سعر شراء الدولار وسعر البيع هو سعر بيع الدولار كما تظهره التسمية التالية:

حيث انها تعني ما يلي: USD 1.3410 1,3420 CHF

١ - ان الجهة معلنة هذه الاسعار تشتري الدولار الامريكي على اساس 1,3410 فرنك سويسري لكل دولار، اي انها تعطي 1,3410 فرنك مقابل كل دولار تأخذه.

٢ - ان الجهة معلنة هذه الاسعار تبيع الدولار الامريكي على اساس 1,3420 فرنك لكل دولار، اي انها تأخذ 1,3420 فرنك مقابل كل دولار تعطيه.

٣ - ان ربح الجهة معلنة الاسعار هو الفارق بين السعرين (Spread) وهو 0,010 فرنك لكل دولار يشترى ويباع وذلك بافتراض ان ما تم شراؤه من العملة بسعر الشراء اعلاه قد تم بيعه بسعر البيع ايضا.

اما اذا كانت الطريقة المتبعة هي الامريكية كما في التسمية التالية:

Offer Rate	Bid Rate
0.7468 USD	CHF 0.7463

فان هذا يعني ما يلي:

١ - ان الجهة معلنة هذه الاسعار تشتري الفرنك السويسري على اساس 0,7463 دولار لكل فرنك، اي انها تعطي 0,7463 دولار مقابل كل فرنك تأخذه.

٢- ان الجهة معلنة هذه الاسعار تبيع الفرنك السويسري على اساس 0,7468 دولار لكل فرنك، اي انها تأخذ 0,7468 دولار مقابل كل فرنك تعطيه.

٣- ان ربح الجهة معلنة الاسعار هو الفارق بين السعرين (Spread) وهو 0,0005 دولار لكل فرنك يشتري ويباع، وهنا يفترض ايضا ان ما تم شراؤه من العملة قد تم بيعه على نفس الاسعار المعطاة.

مما سبق نستطيع ان نقول ما يلي:

١- ان الاسعار دائما تكون في صالح الجهة التي تعلن الاسعار «اي تسميها»، فهي دائما تأخذ الاكثر لتعطي الاقل.

٢- ان تسمية جانبي السعر تعني انه لو تم التعامل على الجانبين في آن واحد فان ربح مسمي السعر سيكون هو الفارق بين سعري الشراء والبيع، وهذه نقطة نظرية ذلك لانه من الصعب التعامل على جانبي السعر في نفس الوقت نظرا للتذبذب المستمر في السوق، فبعد ان يتم التعامل على احد الجانبين غالبا ما يتغير السعر في السوق.

ان تسمية الاسعار من قبل بنك ما خصوصا اذا ما قورنت مع الاسعار المعلنة في السوق تعطي مؤشرا على اتجاه التعامل المرغوب من قبل هذا البنك، وفيما اذا كانت رغبته تكمن في الشراء او في البيع، كما وتعكس ايضا رأي هذا البنك في العملة المسماة وتوقعاته المستقبلية لها.

فلو فرضنا على سبيل المثال انه يتم شراء اليورو مقابل الدولار بسعر 1,2210 دولار بينما يتم بيعه بسعر 1,2220 دولار وان احد البنوك في هذا السوق يقوم بتسمية سعري الشراء والبيع لليورو (1,2205-12215) فان هذا يعكس اما رغبة هذا

البنك في البيع واما توقعه لانخفاض سعر السوق، ذلك لانه سيبيع اليورو مقابل 1,2215 دولار وهو افضل من سعر السوق البالغ 1,2220 دولار مما يظهر رغبته في بيع اليورو والتي قد تكون ناتجة عن فائض كبير لديه من هذه العملة او توقعه لانخفاض سعرها، الامر الذي سيحفز عملاء السوق لشراء اليورو من هذا البنك وليس من بنوك السوق الاخرى، اما لو نظرنا الى سعر شراء البنك لهذه العملة فاننا نجد انه اقل من سعر السوق لها (1,2205 مقابل 1,2210) الامر الذي لا يغري العملاء للتعامل معه في عمليات شرائهم لليورو، واذا قام احدهم بذلك لاي سبب من الاسباب فان هذا البنك سيرحب بذلك لانه سيكون قادرا على اعادة بيعها للسوق بسعر 1,2210 دولار الامر الذي سيترك له ربحا مقداره خمسة نقاط مقابل كل وحدة متعامل بها من اليورو.

من هنا نجد انه وعلى الرغم من عدم رغبة البنك في الشراء نتيجة للفائض الذي لديه او لتوقعه بانخفاض الاسعار، وهو ما تعكسه اسعاره المعطاة، الا انه سيقوم بذلك طالما انه سيكون قادرا على اعادة بيعها في السوق وتحقيق الربح المذكور.

اما لو كانت تسمية هذا البنك لسعري الشراء والبيع في السوق على اساس 1,2215 - 1,2225 فان هذا سيعكس ومن نفس المنطلق السابق، اما رغبة البنك في شراء العملة الاجنبية، واما توقعه لارتفاع سعر السوق لهذه العملة.

ولا بد من القول هنا ان اسعار التعامل بالنسبة للجمهور تكون دائما بعكس اسعار العملة المسماة. فاذا ارادت شركة ان تبيع دولاراً يتوفر لديها فان سعر التعامل سيكون سعر شراء العملة المسمى من قبل البنك. لهذا فان المتعامل يبيع بسعر الشراء المنخفض ويشتري بسعر البيع المرتفع مما يرتب عليه خسارة تقابل ربح البنك في حال شرائه وبيعه الدولار حسب الأسعار المسماة في نفس الوقت.

تاريخ الحق (التسليم) في عمليات التعامل (Value Date)

ان عملية استلام وتسليم العملات الاجنبية المشتراه او المباعة في العادة لا تتم الا بعد فترة محددة من تاريخ الاتفاق على العملية واتمامها ويسمى تاريخ الاستلام والتسليم هذا بتاريخ الحق (Value Date) .

وهنا سنتحدث عن نوعين رئيسيين من تاريخ الحق الاول هو الحق الاني (Value Spot) والثاني هو الحق الاجل (Value Forward) وسنوضح مفهوم كل منهما فيما يلي :

أ - الحق الآني (Value Spot)

وهو حق يومي عمل لاحقين ليوم اتمام العملية ، ففي حين تتم العملية على سعر يتفق عليه الان يكون التسليم بعد يومي عمل لاحقين ليوم اتمام هذه العملية ، وبذلك يكون تاريخ الحق في سوق العملات الاجنبية لعملية تمت يوم الاثنين هو يوم الاربعاء ويكون تاريخ الحق لعملية تمت يوم الخميس هو يوم الاثنين ، اما الهدف من ذلك فيعود لامور تنظيمية وادارية لتمكين الاطراف المعنية من التأكد من كل جوانب العملية وتدقيقها وانجاز اعمالها الكتابية ، وذلك لان اغفال اية نقطة في تنفيذ العملية سيجعل نتائجها مكلفة للاطراف المتعاملة بها ، الا ان هذا لا يعني بانه لا يمكن ان يكون هناك تعامل على اساس التسليم في نفس اليوم (Value Same Day) او يوم العمل التالي ليوم اتمام العملية (Value Tomorrow) حيث يمكن اعطاء اسعار للتعامل على هذين الاساسين اذا ما تم طلبها ، الا ان هذا غير مستحب في سوق العملات الاجنبية الامر الذي يجعل البنوك غير راغبة في التعامل به واذا قامت بذلك فانه يتم على اساس اسعار يتم تحديدها لهذه الغاية غالبا ماتكون اعلى من الاسعار المستعملة للحق الاني اي حق يومي العمل ، كما وانه قد يكون من المستحيل شراء او بيع العملات في

سوق نيويورك حق نفس اليوم بسبب فارق الزمن بين سوق اوروبا وسوق نيويورك (5 ساعات) حيث يجب قيد قيمة العملة الأوروبية المشتراه لحساب المشتري قبل الساعة ١١ صباحاً في اوروبا، اي قبل بدء بنوك نيويورك اعمالها لذلك اليوم وهذا غير ممكن .

ب- الحق الاجل (Value Forward)

ان المقصود بالحق الاجل هو حق اكثر من يومي عمل لاحقين ليوم اتمام العملية والمفهوم العام للحق الاجل هو لاجل شهر او مضاعفات هذا الشهر، الا انه من الممكن التعامل لفترات اخرى غير الشهر ومضاعفاته، وفي هذه الحالة يجب تحديده والاشارة اليه بوضوح، وهنا لا بد من ايضاح النقاط التالية :

١- يحدد الحق الاجل عادة ليبدأ من تاريخ الحق الاني اي من حق يومي العمل اللاحقين ليوم اتمام العملية وليس من تاريخ اتمام العملية ذاتها، فاذا كان حق يومي عمل لعملية تمت في 5/10 هو 5/12 فيكون الحق الاجل لشهر لنفس العملية هو 6/12 وليس 6/10 .

٢- ان الاشهر المعنية في الحق الاجل هي الاشهر الشمسية (Calendar Months)، فاذا تمت عملية بيع في سوق العملات في 1/30 فان الحق الاني لهذه العملية هو 2/1 وبالتالي فان الحق لاجل شهر هو 3/1 .

٣- اذا كان يوم الحق يوم غير عمل فيؤخذ وكما هو الحال في الحق الاني يوم العمل الذي يليه واذا كان هذا الاخير ايضا يوم غير عمل يؤخذ الذي يليه وهكذا، الا اذا كان هذا اليوم الذي يليه قد ادخل العملية في شهر جديد فانه يؤخذ اليوم الذي يسبقه، فاذا كان مثلا الحق الاني لعملية تمت في 3/27 هو 3/29 فيكون الحق لأجل شهر هو 4/29 واذا كان يوم 4/29 يوم غير عمل

فيكون الحق لاجل شهر 4/30 واذا فرضنا ايضا ان يوم 4/30 كان يوم غير عمل فيكون تاريخ الحق لاجل شهر هو 4/28 وليس 5/1 لان 5/1 قد ادخلنا في شهر جديد.

كيف تتم عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية Trading Procedure

هناك خطوات تنفيذية يجب مراعاتها عند القيام بعمليات شراء وبيع العملات الاجنبية يمكن تلخيصها فيما يلي:

١- يجب ان تقوم الجهة الراغبة في شراء او بيع العملات الاجنبية باختيار الجهة المقابلة لتنفيذ العملية بحيث تكون جهة موثوقة وتتمتع بسمعة جيدة وذلك لما سيترتب على عملية التنفيذ من التزامات مالية مختلفة، ويفضل في هذا المجال الاتصال باكثر من جهة في آن واحد للحصول على احسن العروض المتوفرة في السوق. ومن المتعارف عليه ان تعامل البنوك فيما بينها او مع عملائها بالعملات الأجنبية لا يتم الا ضمن سقوف يكون متفق عليها اما في اتفاقية التراسل بين البنوك او بين البنك وعميله.

٢- يتم طلب اسعار الجهات المختلفة في آن واحد وبشكل لا يظهر اي تأخير او تباطؤ في عملية اختيار الاسعار ومقارنتها، كما يجب ملاحظة ضرورة توحيد الاسعار اذا تمت التسمية بالطريقتين الاوروبية والامريكية وذلك بأخذ الاسعار التبادلية لاحدى الطريقتين.

٣- يجب ان لا يبين طالب السعر للجهة المقابلة اتجاه تعامله- كرغبته في شراء عملة ما مثلا- بطلبه سعر الشراء او رغبته في بيع عملة ما بطلبه سعر البيع، بل يجب ان يطلب اتجاهي السعر دون الافصاح عن اتجاه تعامله وهذه نقطة هامة جدا في التعامل لانها لا تترك للجهة المقابلة اية امكانية للتأثير على احد طرفي السعر

بالأضافة الى ان الفرق بين سعري الشراء والبيع (Spread) يبين للجهة طالبة السعر مدى دقة الاسعار وملاءمتها ويعطيها الامان في التعامل طالما ان الجهة المقابلة لم تستطع تحديد اتجاه التعامل .

٤- اذا ما تم تحديد اتجاه التعامل والجهة والسعر فيجب اثبات ذلك مباشرة باعلام الجهة المقابلة بالموافقة على بيع او شراء العملة المطلوبة حسب الحال بالاضافة الى المبلغ المشمول بالعملية والسعر المتفق عليه وتاريخ التسليم وهو ما سيتم توضيحه فيما بعد .

٥- في حالة الشراء يجب ان يحدد المشتري للجهة المقابلة الحساب الذي يرغب في قيد العملة المشتراه فيه ويطلب منها تحديد الحساب الذي سيستلم العملة المباعة ، اما في حالة البيع فيجب ان يطلب البائع من الجهة المقابلة تحديد الحساب الذي ترغب في قيد العملة المباعة فيه ويحدد هو حسابه الذي سيستلم العملة المشتراة .

٦- بعد ذلك يتم اجراء التحويل اللازم لدفع المبلغ المباع او ثمن المبلغ المشتري .

٧- بعد الاتفاق على ذلك يتم تعزيز العملية من قبل البنكين المشتري والبائع وفق النماذج الخاصة بمثل هذه العملية الشكل (8/1) .

٨- يتم بعد ذلك تنفيذ القيود المحاسبية اللازمة بتاريخ الحق (Value Date) كما يتم تدقيق العملية من واقع السجلات للتأكد من سير عملية التسليم وفق الاسس المتفق عليها .

الشكل رقم ٨/١

نموذج تعزيز شراء وبيع عملة اجنبية

Confirmation of Foreign Exchange Deal

To :

Ref No ______________

Date ______________

Dear Sirs,

We confirm arrangements made by telex today whereby

	We Sell to you
	We Buy from you

AT EXCHANGE

CURRENCY	VALUE	COUNTERVALUE

PAYMENT TO :
OUR ACCOUNT WITH :
YOUR ACCOUNT WITH :

Yours Faithfully

XYZ Bank

الاسعار المتقاطعة (Cross Rates)

يمكن تعريف السعر المتقاطع بانه سعر عملة مقابل عملة اخرى من خلال علاقة كل من هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة، فاذا عرفنا سعر الدولار مقابل عملتين مثلا فيمكن تحديد سعر التقاطع لهاتين العملتين مقابل بعضهما البعض، وكخطوة اولى فانه يلزم لتحديد سعر التقاطع معرفة ما يلي:

١- من هو الذي يقوم باحتساب السعر، هل هو البنك مسمي الاسعار ام البنك طالبها.

٢- ما هو اتجاه التعامل، اي ما هي العملة المشتراة وما هي العملة المباعة.

٣- ما هو السعر المطلوب ايجاده.

فلو فرضنا ان الاسعار المعروضة لكل من اليورو والجنيه الأسترليني كانت كما يلي:

GBP 1.6250 - 1.6260 USD

EURO 1.1410 - 1.1420 USD

وكان المطلوب سعر التقاطع للعملتين المذكورتين من خلال الدولار على افتراض ما يلي:

١- اننا الجهة طالبة الأسعار

٢- اننا نرغب في بيع جنيه استرليني مقابل الدولار وشراء يورو مقابل الدولار، حيث ان الاسعار المعروضة لنا وفق التسمية اعلاه ستكون 1,6250 دولار و 1,1420 دولار على التوالي.

٣- اننا نريد سعر التقاطع على اساس سعر الجنيه الأسترليني باليورو GBP/EUR

وسعر اليورو بالجنيه EURO/GBP فستكون اسعار تقاطع الجنيه واليورو المطلوبة كما يلي :

أ - سعر تقاطع الجنيه اليورو على اساس يورو لكل جنيه استرليني واحد كما يلي :

$$\frac{1,6250}{1,1420} = 1,4229$$ يورو لكل جنيه GBP/EUR

ب- سعر تقاطع الجنيه الأسترليني واليورو على اساس جنيه لكل يورو واحد كما يلي :

$$\frac{1,1420}{1,6250} = 0,7028$$ جنيه لكل يورو EURO/GBP

وكما اوضحنا سابقا فان كل سعر من السعرين هو السعر التبادلي للاخر .

ولبيان اهمية استعمال الاسعار المتقاطعة في عمليات التعامل بالعملات الاجنبية فاننا نفترض انه وردت حوالة لعميل من عملائنا بمبلغ مليون جنيه استرليني وان هذا العميل يحتفظ بحساب لدينا بالدولار الامريكي ، ولاتمام العملية فاننا سنقوم بما يلي :

١ - شراء مليون جنيه استرليني مقابل دنانير اردنية ، فاذا كان السعر الدارج هو 1,150 فلسا لكل جنيه استرليني فان القيمة المعادلة بالدنانير للمبلغ المشترى هي - 1,150,000/ دينار محسوبة علي اساس (1,000,000 × 1,150 = 1,150,000 دينار .

٢- بيع دولارات امريكية مقابل 1,150,000 دينار فاذا كان السعر الدارج هو 710 فلسا لكل دولار فان القيمة المعادلة بالدولارات لمبلغ 1,150,000 دينار هي 1,619,718/31 دولارا محسوبة على اساس (1,150,000 ÷ 0,710 = 1,619,718,31 دولارا) وهو المبلغ الذي سيقيد في حساب العميل لدينا .

الا انه يمكن اختصار هذه العملية عن طريقة ايجاد سعر تقاطع الدولار

والاسترليني من خلال الدينار على اساس شراء الاسترليني وبيع الدولار $\frac{1,150}{0,710}$ = 1,619718)، وبضرب هذا السعر بمبلغ حوالة الاسترليني الواردة، يمكن الحصول على مبلغ الدولارات المعادلة والتي ستقيد لحساب العميل بالدولار لدينا وهي في مثالنا 1,619,718 دولارا محسوبة على اساس 1,619718 × 1,000,000 = 1,619,718 .

كيف يمكن احتساب اتجاهي التقاطع (Both Sides of Cross Rate)

لتكتمل الصورة حول موضوع اسعار التقاطع لا بد من الاشارة الى طريقة احتساب سعري التقاطع في الاتجاهين، فلو كانت الاسعار المعروضة من قبلنا في السوق لكل من الجنيه الأسترليني واليورو مقابل الدولار الامريكي كما يلي :

	BID	OFFER	
CBP=	1.6210	1.6220	USD
EURO=	1.1380	1.1390	USD

فما هو سعر تقاطع الشراء والبيع للجنيه الأسترليني باليورو GBP/EURO وسعر الشراء والبيع لليورو بالجنيه الأسترليني EURO/GBP .

أ- يمكن احتساب سعري تقاطع الشراء والبيع للجنيه مقابل اليورو GBP/EURO كما يلي :

- شراء العميل/ بيع البنك للجنيه الأسترليني سيكون بسعر 1,6220 دولار على نفس الأساس فان ذلك يعني بيع العميل/ شراء البنك لليورو بسعر 1,1380 دولار وبالتالي يكون سعر شراء العميل/ بيع البنك للجنيه مقابل اليورو $\frac{1.6220}{1.1380}$ = 1,4253 يورو لكل جنيه استرليني .

- شراء العميل / بيع البنك لليورو مقابل الجنيه الأسترليني سيكون بسعر 1,1390 دولار/ يورو وفي نفس الوقت فان ذلك يعني بيع العميل/ شراء البنك للجنيه الأسترليني بسعر 1,6210 دولار لكل جنيه وبالتالي يكون سعر شراء العميل/ بيع البنك لليورو مقابل الأسترليني .

$$1,4231 = \frac{1,6210}{1.1390}$$

بناء على ما تقدم يكون سعر التقاطع الذي يعرضه البنك

BID OFFER

GBP/EURO = 1.4231 - 1.4253

اي ان البنك يشتري والعميل يبيع الجنيه الأسترليني مقابل 1,4231 يورو وان البنك يبيع والعميل يشتري الجنيه الأسترليني مقابل 1.4253 يورو .

ب- اما اذا اردنا احتساب سعري تقاطع الشراء والبيع لليورو مقابل الجنيه EUR/GBP وبتطبيق نفس الأسلوب الوارد اعلاه نجد ان :

- شراء العميل/ بيع البنك لليورو سيكون على اساس بسعر 1.1390 دولار لليورو وفي نفس الوقت فان ذلك يعني بيع العميل/ شراء البنك للجنيه الأسترليني على اساس 1,6210 دولار الجنيه وبالتالي يكون سعر شراء العميل/ بيع البنك لليورو مقابل الأسترليني .

$$0.70265 = \frac{1.1390}{1.6210}$$

- بيع العميل/ شراء البنك لليورو سيكون على أساس سعر 1.1380 دولار لكل يورو وفي نفس الوقت يعني ذلك شراء العميل/ بيع البنك للجنيه على اساس سعر 1.6220 دولار لكل جنيه .

$$0.70160 = \frac{1.1380}{1.6220}$$

وبناء عليه يكون سعر التقاطع الذي يعرضه البنك لليورو مقابل الجنيه

	Bid	Offer
EURO/GBP =	0.70160	0.70265

ومن المفيد في نهاية هذا الموضوع الاشارة الى طريقة احتساب سعري التقاطع في حالة وجود تسميتين مختلفتين للاسعار كما في المثال التالي :

	Bid	Offer	
GBP	1.6210	1.6220	USD
USD	1.3650	1.3660	CHF

فبناءاً على تسمية الاسعار اعلاه وبنفس المنطق السابق فان يمكن احتساب سعر تقاطع (GBP/CHF) و (CHF/GBP) كما يلي :

أ- يمكن احتساب سعري تقاطع الشراء والبيع للجنيه الأسترليني مقابل الفرنك السويسري GBP/CHF كما يلي :

* شراء العميل للفرنك السويسري مقابل جنيه استرليني سيكون على اساس سعر شرائه للفرنك وبيعه للجنيه، فهو يشتري الفرنك/ يبيع الدولار على سعر (1,3650) ويبيع الاسترليني / يشتري الدولار على سعر (1.6210) وبالتالي يكون سعر شرائه للفرنك مقابل الاسترليني هو :
1,3650 فرنك لكل دولار × 1.6210 دولار لكل استرليني = 2,2127 فرنك لكل استرليني

* بيع العميل فرنك سويسري مقابل جنيه استرليني سيكون على اساس سعر

بيعه للفرنك وشرائه للجنيه، فهو يبيع الفرنك على سعر (1.3660) ويشتري الاسترليني على سعر (1.6220) وبالتالي يكون سعر بيعه للفرنك مقابل الاسترليني هو :

1.3660 فرنك لكل دولار × 1.6220 دولار لكل استرليني = 2.2156 فرنك لكل استرليني .

وعليه فسيكون سعر التقاطع المعروض للعميل من قبلنا GBP/CHF هو 2.2127-2.2156 .

وهذا السعر يعني اننا نشتري الجنيه الاسترليني وفي نفس الوقت نبيع الفرنك السويسري على سعر (2.2127) فرنك، ونبيع الجنيه الاسترليني وفي نفس الوقت نشتري الفرنك على سعر (2.2156) فرنك .

ب- ويمكن احتساب سعري تقاطع الشراء والبيع لـ CHF/GBP كما يلي :

* شراء العميل لجنيه استرليني مقابل فرنك سويسري سيكون على اساس سعر شرائه للجنيه وبيعه للفرنك فهو يشتري الجنيه على سعر (1.6220) ويبيع الفرنك على سعر 1.3660 وبالتالي سيكون السعر :

1.6220 دولار لكل استرليني و 1,3660 فرنك لكل دولار

1/1.6220 استرليني لكل دولار = 1.3660 فرنك لكل دولار

0.6165 استرليني لكل دولار ÷ 1.3660 فرنك لكل دولار

= 0.4513 استرليني لكل فرنك سويسري

* بيع العميل لجنيه استرليني مقابل فرنك سويسري سيكون على اساس سعر بيعه للجنيه وشرائه للفرنك، فهو يبيع الجنيه على سعر (1.6210) ويشتري الفرنك على سعر (1.3650) وبالتالي سيكون السعر :

1.6210 دولار لكل استرليني و 1.3650 فرنك لكل دولار

1/1.6210 استرليني لكل دولار = 1.3650 فرنك لكل دولار
0.6169 استرليني لكل دولار = 1.3650 فرنك لكل دولار
0.6169 استرليني لكل دولار = 0.4519 استرليني لكل فرنك

وعليه فسيكون سعر التقاطع المعروض للعميل من قبلنا للفرنك السويسري بالجنيه الأسترليني

$$CHF/GBP = \frac{Bid}{0.4513} \quad \frac{Offer}{0.4519}$$

وهذا السعر يعني اننا نشتري الفرنك السويسري وفي نفس الوقت نبيع الجنيه الاسترليني على سعر (0.4513) جنيه ونبيع الفرنك وفي نفس الوقت نشتري الجنيه الاسترليني على سعر (0.4519) جنيه .

ومن الجدير بالملاحظة هنا انه وكبديل لما ورد في الخطوة (ب) الاخيرة بخصوص ايجاد سعر التقاطع اعلاه فاننا نستطيع اخذ الاسعار التبادلية لسعر التقاطع الوارد في الخطوة (أ) الاخيرة ونحصل على نفس النتيجة (مع اخذ تقريب الخانات بعين الاعتبار) .

$$\frac{1}{\text{(شراء) 2.2127 فرنك لكل استرليني}} = \text{0.4519 استرليني لكل فرنك}$$

$$\frac{1}{\text{(بيع) 2.2156 فرنك لكل استرليني}} = \text{0.4513 استرليني لكل فرنك}$$

السلسلة (The Chain)

قلنا في معرض الحديث عن الاسعار المتقاطعة ان السعر المتقاطع هو ايجاد سعر عملة مقابل عملة اخرى من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة، انه من خلال معرفتنا بسعر كل من الفرنك السويسري والين الياباني مقابل الدولار يمكن

معرفة سعر تقاطع الفرنك والين.

فاذا كانت الاسعار كما يلي:

USD = 120.00 - 120.10 YEN

USD = 1.3650 - 1.3660 CHF

فان سعر تقاطع الفرنك والين على اساس سعر شراء الفرنك وبيع الين يمكن احتسابه كالاتي:

120,00 ين = ١ دولار = 1,3660 فرنك سويسري

$$\frac{120}{1.3660} = 87.85$$ ين لكل فرنك سويسري

واستمرارا للحديث عن الاسعار المتقاطعة ولخدمة نفس الغرض طور ما يسمى بالسلسلة حيث تتكون من اربعة خطوات كل خطوة منها تحتوي على عامودين متقابلين وهذه الخطوات الاربعة هي:

الخطوة الاولى:

تكوين السؤال الذي نريد الاجابة عليه وهو في مثالنا السابق

(كم ين ياباني يساوي الفرنك السويسري الواحد؟)

الخطوة الثانية:

هي ان نبدأ بالعملة التي ينتهي عندها السؤال ونعطي المعلومات المتوفرة عنها. وفي مثالنا انتهينا في السؤال عند الفرنك السويسري وبذلك فاننا نعطي المعلومات المتوفرة عنه. ومن الاسعار المعطاة فاننا نعرف ان سعر شراء الدولار يساوي 1,3660 فرنك سويسري فتكون الخطوة الثانية هي 1,3660 فرنك سويسري = دولار واحد.

الخطوة الثالثة :

هي ايضا ان نبدأ بالعملة التي ننتهي عندها في الخطوة الثانية ونعطي المعلومات المتوفرة عنها. وفي الخطوة الثانية انتهينا عند الدولار وبذلك فاننا نعطي المعلومات المتوفرة عنه حيث اننا نعرف ان سعر بيع الدولار الواحد يساوي 120 ين فتكون الخطوة التالية هي :

(دولار واحد = 120 ين ياباني)

الخطوة الرابعة :

هي ان نأخذ المجموعة على يسار الخطوات الثلاث السابقة كبسط والمجموعة على يمين الخطوات الثاث السابقة كمقام ويكون ناتج قسمة البسط على المقام هو سعر التقاطع المطلوب. فتكون الخطوات الاربعة السابقة كما يلي :

١- كم ين = 1 فرنك سويسري

٢- اذا كان = 1,3660 فرنك سويسري = 1 دولار

٣- اذا كان ١ دولار = 120 ين

٤- إذن $\frac{120 \times 1 \times 1}{1,3660}$ = 87,85 ين لكل فرنك سويسري

وهذا السعر بطبيعة الحال هو نفس السعر الذي تم الحصول عليه بواسطة الطريقة الاولى وبذلك تعتبر السلسلة طريقة اخرى لاحتساب الاسعار المتقاطعة.

ومبدأ عمل طريقة السلسلة هذه لا يختلف حتى ولو تم اعطاء الاسعار بتسميتين مختلفتين كما هو الحال ي المثل التالي :

USD = 1.3660 CHF

GBP = 1.6210 USD

فتكون الخطوات الاربعة السابقة كما يلي :

١ - كم فرنك سويسري = 1 استرليني

٢- اذا كان ١ استرليني =1,6210 دولار

٣- اذا كان ١ دولار = 1,3660 فرنك سويسري

٤- إذن $\frac{1,3660 \times 1,6210 \times 1}{1 \times 1}$ = 2,2143 فرنك سويسري لكل استرليني

مراكز المتعاملين (F.X. Positions)

ان التعامل في سوق العملات الاجنبية يحتوي على بعض المخاطر، فشراء جنيهات استرلينية مقابل دولارات امريكية مثلا والاحتفاظ بها لفترة ما قد يترتب عليه انخفاض في سعر الاسترليني خلال هذه الفترة. كما ان شراء عملة في يوم ما بأكثر من بيع نفس العملة في ذلك اليوم قد يجعل انخفاض سعر هذه العملة المشتراه مشكلة تضع المشتري في موقف حرج. لذلك فان الاحتفاظ بارصدة محددة من العملات الاجنبية لاستعمالها في عمليات البيع يترتب عليه بعض المخاطر التي تنجم عن تذبذب اسعار العملات الاجنبية بالنسبة الى هذه المبالغ. ومن الطبيعي ان تسعى البنوك لتقليل امكانية حدوث مثل هذه المخاطر، وقد تنبهت مجالس ادارات البنوك العالمية الى مخاطر تقلبات سعر الصرف هذه منذ بداية العمل بنظام اسعار الصرف المرنة، وقامت بناء عليه بوضع سقوف محددة لمراكز المتعاملين حسب خبراتهم وطبيعة الأسواق التي يتعاملون فيها. وبناء على هذه السقوف، ولتجنب الاخطار المذكورة فان المتعاملين في اسواق العملات الاجنبية يعملون على حماية انفسهم بحيث يكون مجموع مبيعاتهم من كل عملة مساو لمجموع مشترياتهم منها. وهذا يعني انه عند كل عملية شراء فان المتعامل يجري في نفس الوقت عملية بيع مقابلة مساوية لها. وهذ لا يعني بانه لا يترك المبالغ التي اشتراها او باعها دون تغطية لبعض

الوقت خلال يوم العمل بانتظار اجراء عمليات تحقق له بعض الارباح . فهو بذلك قد يأخذ مراكزاً في العملات الاجنبية ، وللحديث عن المراكز في اسواق العملات الاجنبية فاننا سنتحدث عن كل من والمركز المتوازن والمركز الطويل والمركز القصير أو المكشوف .

أ -المركز المتوازن (Squared Position)

ويتحقق هذا المركز عندما يكون مجموع مشتريات ومبيعات المتعامل من اية عملة في نهاية كل يوم عمل متساوية . والمتعامل الناجح هو الذي يسعى دائما الى تحديد اسعاره بشكل يحقق له المركز المتوازن مع تحقيق الربح .

ويبدو للوهلة الاولى ان تحقيق المركز المتوازن هو امر في غاية السهولة ، الا انه اذا تذكرنا ان السلع التي يتعامل بها المتعاملون ليست من نوع واحد كما انها غير متجانسة لانها تمثل عمليات تسليم آني وتسليم آجل ولمدد متفاوتة لذلك فانه يتبين لنا ان تحقيق مثل هذا المركز امر ليس سهلا .

وتختلف طريقة تحقيق التوازن من بنك لاخر فبعض البنوك تكون شديدة التحفظ وتطلب ان يكون هناك توازن بالنسبة الى عمليات التسليم الاني وتوازن بالنسبة الى عمليات التسليم الآجل لكل اجل على حده ، في حين ان بنوكا اخرى قد تسمح بان يتم هناك توازنان احدهما للتسليم الاني واخر للتسليم الاجل بغض النظر عن مدة التسليم ، وقد تعتمد بعض البنوك عملية التوازن التي تتم لكل عملة على حدة بحيث تشمل عمليات التسليم الاجل والاني معا .

ب- المركز الطويل (Long Position)

وهو ما يسمى ايضا بـ (Over Bought Position) او المركز المشتري ، وهو عندما يكون ما تم شراؤه من عملة معينة اكثر مما تم بيعه من نفس العملة ، اي

المركـز الذي تزيد فـيه مـوجـودات المتعـامل من عـملة مـا عن مطلوباتـه من نفس العملة كالانتهاء في نهاية يوم العمل بشراء عشرة ملايين دولار مقابل بيع خمسة ملايين دولار فقط .

جـ- المركز القصير (Short Position)

وهو ما يسـمى ايضـا بـ (Over Sold Position) او المركـز البـائع ، وهو عندما يكون ما تم بيعه من عـملة معينة اكثر مما تم شراؤه من نفس العملـة ، اي هو المركز الذي تزيد فيه مطلوبات المتعامل من عملة ما عن موجوداته من نفس العملة كبيع اربعة ملايين استرليني مقابل شراء مليونين فقط .

وفي اطار الحديث عن مراكز المتعاملين نود ان نشير الى نقطتين هامتين هما :

اولا : اننا نستطيع ان نقول من حيث المبدأ أن المركز الذي يأخذه المتعامل يعكس المركز الذي يقبل به البنك ودرجة المخاطر التي يريد ان يتحملها .

ثانيا : ان المركز الطويل لعملة معينة دائما يعكس مركزاً قصيراً لعملة اخرى ، والمركز القصير لعملة معينة يعكس مركزاً طويلا لعملة اخرى ، واذا كنا في مراكز طويلة وقصيرة لعملات اجنبية متعددة فاننا نحتاج الى قاسم مشترك عام نستطيع من خلاله قياس المركز العام ، فاذا كان الدولار هو القاسم المشترك فان مثل هذا المركز قد يظهر على النحو التالي : (حيث ان المبالغ بين الاقواس هي المركز الطويل او المركز القصير للعملات المختلفة في حين ان المبالغ المقابلة لها هي االمركز الطويل او القصير للدولار) .

العملة Currency	مركز طويل Long	مركز قصير Short	السعر Rate
الجنيه الاسترليني	4,605,000 دولار	(3,000,000)	1,5350
اليورو	4,564,000 دولار	(4,000,000)	1,1410
الينو الياباني	(400,000,000)	3,333,333 دولار	120,00
الفرنك السويسري	5,128,205 دولار	(7,000,000)	1,3650
المركز الطويل والقصير للدولار	10,963,872 دولار	3,333,333 دولار	
المركز العام للدولار	14,297,205 دولار	--	

اننا في معرض الحديث عن مراكز المتعاملين في سوق العملات الاجنبية قد تحدثنا فقط عن مبالغ العملات المشمولة في التعامل دون الحديث عن الاجل الذي تم على اساسه التعامل . وبذلك نعتبر بيع اربعة ملايين يورو وشراء اربعة ملايين يورو مركزاً متوازيا لا يترتب عليه اية مخاطر . الا ان هذه النظرة تبقى غير مكتملة ما دمنا لا ننظر الى الاجل الذي تم على اساسه الشراء والاجل الذي تم على اساسه البيع فاذا تمت عملية الشراء في اجل يختلف عن الاجل الذي تمت فيه عملية البيع فان هذا يعني ان هناك فجوة في التعامل (F.X. Gap) قد يترتب عليها بعض المخاطر .

وبذلك نرى ان الفجوة تحدث عندما تكون استحقاقات العقود غير متطابقة وبالتالي ليس من الضروري لحدوثها ان يكون هناك مركز في سوق العملات بل قد تكون المبالغ المباعة والمشتراه متساوية ولكن استحقاقاتها غير متطابقة .

وفي هذا المجال نريد ان نبين نوعين من الفجوات :

أ- الفجوة السالبة (Negative Gap)

وهي تعني بيع مبلغ لاجل اقصر من الاجل الذي تم عليه شراء نفس المبلغ كأن يبيع المتعامل مليون دولار اجل اسبوع ويشتري مليون دولار اجل عشرة ايام . وتظهر مخاطر هذه الفجوة في ان عملية تغطيتها قد تتم بتكلفة عالية يتحملها المتعامل ، وذلك لان تغطيتها تتم عن طريق الاقتراض ولهذه العملية مشكلتان ، الاولى هي سعر الفائدة الذي سيدفع والثانية هي توفر الاموال في السوق عند وقت الحاجة اليها .

ب- الفجوة الموجبة (Positive Gap)

وهي تعني شراء مبلغ لاجل أقصر من الاجل الذي يتم عليه بيع نفس المبلغ كأن يشتري المتعامل مليون دولار لاجل اسبوع ويبيع مليون دولار لاجل عشرة ايام الامر الذي قد يؤدي الى الاحتفاظ بالمبلغ المشترى لحين استحقاق المبلغ المباع .

الكشف الذي يبين وضع المتعامل (Trader's Position Sheet)

هناك كشف يستعمل لبيان مركز المتعامل لكل عملة يستعملها ويشتمل هذا الكشف في العادة على ستة خانات تبين مبلغ العملة المشتراه او المباعة ، السعر ، القيمة المعادلة بالدولار للعملة المشتراه او المباعة ، صافي مركز العملة ، صافي مركز الدولار ومعدل السعر . الشكل (8/2)

فكيف يتم تعبئة كشف وضع المتعامل لكل عملة؟

١- الخانة الاولى : وهي خانة العملة المشتراه او المباعة ، حيث يدون فيها مبلغ العملة المشتراة او المباعة وتعطى اشارة «+» لعملية شراء العملة كما تعطى اشارة «-» لعملية بيع العملة .

٢- الخانة الثانية : وهي خانة السعر ، حيث يدون فيها السعر المستعمل في الشراء او البيع ، وهنا يجب الانتباه وكما بينا سابقا الى طريقة تسمية الاسعار ، فاذا كانت تسمية الاسعار تتم حسب الطريقة الامريكية فان العملة المسماة هي العملة الاجنبية وبالتالي فان سعر الشراء والبيع المعطى هو لهذه العملة ، اما اذا كانت تسمية الاسعار تتم حسب الطريقة الاوروبية فان العملة المسماة هي الدولار ، وبالتالي فان سعر الشراء والبيع المعطى هو للدولار . لهذا نرى ان فهم طريقة التسمية هو شرط اساسي لمعرفة السعر الذي سيحدد في هذه الخانة .

٣- الخانة الثالثة : هي خانة القيمة المعادلة بالدولار للعملة المشتراة او المباعة حيث يدون في هذه الخانة القيمة المعادلة بالدولار للمبلغ المشترى او المباع من العملات الاجنبية ، وقد تحسب القيمة المعادلة للعملة المشتراه او المباعة اما بقسمة مبلغ العملة الاجنبية على السعر او بضرب مبلغ العملة الاجنبية بالسعر وذلك حسب الطريقة التي تتم بها تسمية الاسعار .

٤- الخانة الرابعة : وهي خانة صافي مركز العملة ، حيث يتم احتساب صافي مركز العملة بطرح مجموع المبيعات من كل عملة من مجموع المشتريات منها ، وهذا المبلغ قد يكون موجبا او سالبا ، فاذا كان موجبا فان هذا يعني ان مجموع الشراء يزيد عن مجموع البيع ، اي ان المتعامل في المركز الطويل او في مركز المشتري ، اما اذا كان سالبا فان هذا يعني ان مجموع البيع يزيد عن مجموع الشراء اي ان المتعامل في المركز القصير او المركز البائع .

٥- الخانة الخامسة : وهي خانة صافي وضع الدولار ، حيث يتم احتسابه بنفس الطريقة التي يتم بها احتساب صافي وضع العملة .

٦- الخانة السادسة : وهي خانة معدل السعر ، حيث يتم احتسابه اما بقسمة صافي

مركز العملة على صافي مركز الدولار او بقسمة صافي مركز الدولار على صافي مركز العملة وذلك حسب الطريقة التي تتم بها تسمية الاسعار .

الشكل رقم ٢/٨

TRADER'S POSITION SHEET

DATE April 20th 2003		CURRENCY		VALUE DATE April 22nd 2003	
BUYS/ SALES (CURRENCY)	RATE	BUYS/ SALES (DOLLARS)	NET POSITION (CURRENCY)	NET POSITION (DOLLARS)	AVERAGE RATE
GBP+ 5.000.000	1.7600	- 8.8000.000	+ 5.000.000	- 8,800,000	1.7600
GBP- 3.000.000	1.7607	+ 5.282.1000	+ 2.000.000	- 3,517,900	1.75895
GBP- 1.000.000	1.7610	+ 1.761.000	+ 1.000.000	- 1,756,900	1.7569
SWISS FRANC			CHF		
CHF -6.000.000	1.3660	+ 4.395.604	- 6.000.000	+4.,395,604	1.3650
CHF +5.000.000	1.3660	- 3.660.322	- 1.000.000	+ 735,282	1.3600

المراجــع

الفصــل الثامن:

References

Rose, Peter S., Money and Capital Markets, 8th ed. MacGraw Hill-Irwin: Boston, 2003.

الفصل التاسع

سوق العملات الأجنبية الآنية والآجلة

Foreign Exchange Markets
Spot & Forward

1- Interaction between money and F.X. markets	١- التفاعل بين السوق النقدي وسوق العملات الأجنبية
2- Arbitrage in F.X. & money markets	٢- عمليات المراجحة (الأبتراج) في سوق العملات والسوق النقدية .
3- Forward operations	٣- التعامل الأجل بالعملات الأجنبية
4- Premiums and Discounts	٤- العلاوة والخصم
5- Forward Rates Quotation	٥- تسمية الأسعار الأجلة
6- Relationship between Spot and Forward rates	٦- علاقة الأسعار الأجله بالأسعار الآنية
7- Conditions to effect a profit able forward operation	٧- شروط اجراء عمليات تسليم أجل مربحة
8- Future (forward) Rate Agreement	٨- اتفاقية اسعار الفوائد الأجلة
9- Treasury Management	٩- ادارة الأموال قصيرة الأجل في سوق العملات والسوق النقدي

١ - التفاعل بين السوق النقدي (Money Market) وسوق العملات (F.X. Market):

توصلنا لدى دراستنا للسوق النقدي الدولي في الفصل الثالث من هذا المؤلف الى ان التعامل بالعملات الأجنبية يشكل قاسما مشتركا في جميع معاملات هذه السوق. فشراء شهادات ايداع صادرة باليورو قد ينتج عن بيع سندات او اوراق تجارية محرره بالدولار مما يترتب عليه بيع الدولار وشراء اليورو في السوق الآني.

ومن جهة أخرى لا بد للتعامل الآجل بالعملات الأجنبية أن يأخذ بعين الاعتبار فروق اسعار الفائدة بين العملتين المشتراه والمباعة.

لبيان كيف يمكن ان يكون التفاعل بين السوق النقدي وسوق العملات فاننا نفترض اننا في بنك تجاري ونتوقع حصول الاتي حق 9/30:

١ - سيتم الايداع لدينا من قبل عميل مبلغ مليون جنيه استرليني لمدة ثلاثة اشهر.

٢ - سيتم اقراض (1,5) مليون دولار لعميل ولمدة ثلاثة اشهر.

وبالتالي سيكون هناك في 9/30 تدفقا داخلا (Inflow) من الجنيهات الاسترلينية يبلغ مليون جنيه استرليني وفي نفس الوقت سيكون هناك تدفقا خارجا (Outflow) من الدولارات الامريكية يبلغ (1,5) مليون دولار امريكي.

اما بعد ثلاثة اشهر اي في 12/30 فسيكون هناك تدفقاً خارجاً من الجنيهات وهو دفع مبلغ الوديعة والفائدة للعميل وتدفقاً داخلا من الدولارات هو استلام مبلغ القرض وفائدته من العميل.

والسؤال الان هو كيف يمكن ان تتم عملية ادارة الاموال في كل من السوق النقدي وسوق العملات؟

أ - في السوق النقدي (Money Market)

ان المدير المالي في السوق النقدي سيعمل عند استلامه لوديعة الاسترليني

على استثمار هذه الوديعة بالاسترليني في سوق الاسترليني لمدة ثلاثة اشهر يقوم بعدها باعادة الوديعة وفائدتها للعميل والأحتفاظ بالفارق بين كلفة الوديعة وعائد استثمارها كربح محقق. اما فيما يتعلق بالدولار فسيعمل على اقتراض مبلغ الدولارات المطلوب ويقوم بعد ذلك باقراضه للعميل، وبعد ثلاثة اشهر سيعمل على تسديد قرضه بالدولار بعد استلام المال الذي اقرضه وفائدته من عميله، اما ربحه من هذه العملية فهو الفرق بين ما يدفعه على اقتراضه للدولار وما يقبضه من فوائد على اقراض الدولار وقد يكون هامش ربح استثمار وديعة الاسترليني 0.5٪ وهامش ربح قرض الدولار 2.5٪ بالنظر لأرتفاع سعر فائدة الاقراض اي انه يحقق ما مجموعه 3٪ من العمليتين معاً.

ب- في سوق العملات الاجنبية (F.X. Market)

ان المدير المالي في سوق العملات الاجنبية سيعمل عند استلامه لوديعة الاسترليني على بيع هذه الجنيهات الاسترلينية مقابل شرائه للدولار حق اني 9/30 ليقرض هذه الدولارات لعميله، ثم يقوم ايضا وفي نفس الوقت بشراء الاسترليني وبيع الدولار حق اجل 12/30 حتى يستطيع اعادة الاسترليني لعميله الذي اودعها لديه.

فاذا كان الربح الذي حققه المدير المالي في السوق النقدي يساوي 3% فاننا نستطيع القول ان المدير المالي في سوق العملات يفترض ان يحقق على الاقل ربحا مماثلا. وليتم ذلك فلا بد ان تكون هناك علاقة بين السعر الاني والسعر الاجل تعمل على تحقيق هذا الربح 3% . وهكذا لا بد ان يكون سعر البيع الاني للاسترليني اعلى من السعر الاجل بـ 3% او بعبارة اخرى ان يكون سعر الاسترليني في السوق الاجل بخصم 3% عن السعر الاني.

فاذا كان السعر الاني للاسترليني يساوي 1,6000 دولار (على اساس ان مليون جنيه استرليني = 1,6 مليون دولار) فان خصم 3% من الـ 1,6000 يساوي 1,6000 × 3%= 0,048 لكن هذه النسبة مبنية على اساس سنوي ولاحتسابها على اساس شهري لا بد من ضرب هذا المبلغ في (السنة/ عدد الاشهر) فيكون خصم 3% لثلاثة اشهر يساوي 048, ×3/12= 0,0120 وبالتالي نكون قد حولنا فرق الفائدة (Interest Rate Differential) الى فرق العملة (Exchange Rate Differential).

ويمكن وضع المعادلة السابقة كالاتي :

$$\frac{\text{السعر الاني} \times \text{فرق سعر الفائدة} \times \text{المدة}}{100 \times \text{سنة}}$$

$$= \frac{3 \times 3 \times 1,6000}{12 \times 100} = 0,0120$$

ان فرق السعر هذا (خصم السعر الاجل عن السعر الاني) يسمى سعر التبديل او سعر المقايضة (Swap Rate) وهو الفرق الذي يجعل السعر الاجل يساوي 1,5880 (1,6000-0,0120) وللتأكد من ان السعر الاجل البالغ 1,5880 يحقق ربحا يساوي 3% يمكن تطبيق المعادلة التالية :

$$\frac{\text{سعر التبديل} \times 100 \times \text{سنة}}{\text{السعر الاني} \times \text{المدة}}$$

$$= \frac{12 \times 100 \times 0,0120}{3 \times 1,6000} = \%3$$

من هنا نجد ان العلاقة هذه قامت على اساس تساوي فرق سعر الفائدة (فائدة الاسترليني والدولار) مع فرق سعر العملة (السعر الاني والسعر الاجل للاسترليني) اي 3% = 3%. فماذا يحصل لهذه العلاقة اذا كان فرق سعر العملة 2,5% بدلا من 3%، اي ان سعر الخصم اقل من فرق سعر الفائدة؟

في هذه الحالة سيكون من الافضل العمل في السوق النقدي بدلا من العمل في سوق العملات الاجنبية، ولكن مثل هذا الوضع لن يستمر طويلا ولا بد ان يعود الى حالة التوازن مرة اخرى بعد فترة بسيطة، ذلك لان هذا الوضع سيشجع على اقتراض الدولار والاستثمار في الاسترليني، وهذا الطلب الكبير عليهما سيرفع الفائدة على الدولار ويخفض الفائدة على الاسترليني مما يخفض بالنتيجة فرق سعر الفائدة الى 2,5% ليساوي فرق سعر العملة مرة اخرى.

٢- عمليات المراجحة (الاربتراج) في سوق العملات والسوق النقدي Arbitrage

أ - عمليات اربتراج العملات (Currency Arbitrage)

ان الوضع الطبيعي هو ان تكون اسعار العملات الاجنبية في مختلف الاسواق متوحدة استناداً الى نظرية السعر الواحد. الا ان هذا لا ينفي امكانية وجود اختلافات بسيطة في الاسعار قد تمكن المتعاملين من تحقيق ارباح انية عن طريق استبدال عملات باخرى في نفس الوقت، وتسمى عمليات تحقيق الارباح من شراء وبيع العملة الاجنبية على هذا النحو بعمليات اربتراج العملة، وتظهر عمليات الاربتراج نتيجة اسباب مختلفة منها:

أ- ان العرض والطلب على العملات الاجنبية يختلف من سوق الى اخر واي تغير مفاجيء في اي منهما قد يجعل اسعار هذه العملات مختلفة عن تلك التي في الاسواق الاخرى مما يظهر امكانية الاستفادة من هذه

(١) تسمى عمليات الاريتراج ايضا عمليات المراجحة او المتاجرة لفروق الاسعار، وقد آثرت هنا على استعمال الاصطلاح الاجنبي لشيوع استعماله.

الفروقات عن طريق عمليات الاربتراج .

ب- بعض الاسواق الجيدة والنشطة تعطي اسعارها بهامش ضيق بين سعري الشراء والبيع تاركة هامش الاسواق الاخرى اعرض مما يظهر امكانية الاستفادة من اختلاف الهوامش بين هذه الاسواق .

جـ- ان التعامل بين البنوك المحلية في نفس السوق يتم في بعض الاحيان من خلال الوسطاء بينما يتم التعامل مع البنوك الخارجية مباشرة وبدون اي وسطاء مما يظهر امكانية وجود اختلافات في الاسعار بين هذه الاسواق .

د- عندما يكون التذبذب في اسعار العملات كثيرا فان اي تغير مفاجيء وسريع في الاسعار لابد وان يترك بعض التأخير في التعديل المستمر للاسعار مما يظهر بعض الاختلافات فيها .

هـ- على الرغم من تطور وسائل الاتصالات السريعة فانه لا يزال هناك امكانية ولو بسيطة لبعض التأخير في عمليات الاتصال الامر الذي قد يترك فجوة في تبديل بعض الاسعار .

وتنطوي عمليات اربتراج العملة على ما يلي :

أ - شراء العملة من سوق وبيعها في سوق آخر .

ب- ان يتم ذلك في نفس الوقت حتى لا يحدث هناك اي تحمل لمخاطر تقلب اسعار العملات الاجنبية .

جـ- تحقيق ربح من العملية بحيث يكون مردود العملية اكبر من مصاريف التعامل .

وعمليات الاربتراج تنقسم في العادة الى نوعين :

١ - عمليات الاربتراج البسيطة او الثنائية :

لنفرض ان اسعار الدولار مقابل الجنيه الاسترليني المعروضة لنا في كل من سوق لندن ونيويورك كانت كما يلي :

	Bid	Offer
New York Market	GBP = 1.6330	1.6340 USD
London Market	GBP = 1.6350	1.6360 USD

فبنظرة سريعة للسوقين معا نرى انه بالامكان تحقيق اربتراج عملة عن طريق شراء الدولار (وبالتالي بيع الاسترليني) في سوق لندن وبيع الدولار (وبالتالي شراء الاسترليني) في سوق نيويورك معا ، ففي سوق لندن يمكن شراء 1,6350 دولار مقابل الاسترليني ويمكن في نفس الوقت بيع 1,6340 دولار مقابل الاسترليني في سوق نيويورك فيكون ناتج العمليتين معا هو تحقيق عائد مقداره 0,0010 دولار عن كل استرليني تم شراؤه وبيعه دون الاحتفاظ بأي وضع او مركز في العملات نتيجة هذه العملية ، واذا فرضنا ان مصاريف التعامل كانت 0,002 دولار عن كل استرليني فيكون صافي الربح 0,0008 عن كل استرليني تم شراؤه وبيعه .

ان هذا الوضع الذي يسمح بمثل عمليات الاربتراج هذه في السوق لن يستمر لفترة طويلة لانه سرعان ما يعود السوق الى حالة التوازن المعهودة التي لا تسمح باية استفادة من فروقات الاسعار بين الاسواق المختلفة وذلك عن طريق اما ارتفاع سعر بيع الاسترليني في سوق نيويورك او انخفاض سعر شراء الاسترليني في سوق لندن الى ان يتساوى السعران .

٢- عمليات الاربتراج المركبة او الثلاثية

لنفرض ان اسعار بعض العملات الاجنبية المعروضة لنا في الاسواق كان كالاتي :

Market (1) USD = 1,3540 1,3550 CHF

Market (2) GBP = 2.1950 2.1960 CHF

Market (3) GBP = 1.6270 1.6280 USD

وكانت رغبتنا تكمن في شراء فرنك سويسري مقابل استرليني ، فان ذلك قد يتم اما عن طريق بيع الاسترليني وشراء الفرنك مباشرة من السوق الثاني على اساس 2,1950 فرنك سويسري لكل استرليني يتم بيعه ، وإما عن طريق بيع الاسترليني وشراء 1,6270 دولار من السوق الثالث ثم بيع الدولار مقابل الفرنك في السوق الاول اي بيع 1,6270 دولار وشراء 1,3540 فرنك مقابل كل دولار ، وبذلك يكون الناتج 2,2030 فرنك (1,3540 × 1,6720) بدلا من الـ 2,1950 فرنك في السوق الثاني ، وعليه فان اتمام العملية على هذا النحو قد حقق عائدا مقداره 0,0080 اي (2.1950-2.2030) فرنك سويسري والارباح التي نتجت عن عمليات الاربتراج هذه في السوق لابد وان تدفع السوق وكما ذكرنا سابقا الى حالة التوازن مرة اخرى وذلك عن طريق : -

- رفع سعر الفرنك في السوق الاول بحيث يقبض المشتري اقل من 1,3540 فرنك مقابل كل دولار مباع .
- خفض سعر الفرنك في السوق الثاني بحيث يقبض المشتري اكثر من 2,1950 فرنك مقابل كل جنيه استرليني مباع .
- رفع سعر الدولار في السوق الثالث بحيث يقبض المشتري اقل من 1,6270 دولار مقابل كل جنيه استرليني مباع .

ب- عمليات اربتراج الفوائد (Interest Arbitrage)

ان اربتراج الفوائد هو انتقال الاموال من سوق الى آخر سعيا وراء فروقات اسعار الفوائد بين الاسواق. فهي بذلك تحقق ربحاً نتيجة فروقات اسعار الفوائد القائمة بين الاسواق. ولكي يتحقق الربح المطلوب فلا بد ان تزيد هذه الفروقات عن كلفة تغطية شراء الاموال تسليما آجلا بالاضافة الى كلفة تنفيذ تحاويل انتقال الاموال. واربتراج الفوائد على نوعين هما:

أ - اربتراج الفوائد الخارجي: وهو انتقال الاموال من السوق المحلي الى السوق الخارجي سعيا وراء فروقات اسعار الفوائد بين السوق المحلي والخارجي اذا كانت هذه الفروقات تزيد عن كلفة تغطية شراء الاموال تسليما آجلا.

ب- اربتراج الفوائد المحلي: هو انتقال الاموال للسوق المحلي لاختفاء حدوث فروقات في اسعار الفوائد بين السوق المحلي والخارجي تزيد عن كلفة تغطية شراء الاموال تسليما آجلا.

فلو فرضنا ان فائدة الاستثمار في الدينار لمدة ثلاثة اشهر هي 7% سنويا وان فائدة الاستثمار في الاسترليني لمدة ثلاثة اشهر هي 10% سنويا فان ذلك قد يدفع المستثمر الى استثمار اموال بالاسترليني بدلا من استثمارها في الدينار وذلك لتحقيق ربح اضافي مقداره 3% سنويا، ولكن لكي يتم ذلك فلا بد وان يكون مقدار العائد الذي سيحققه فرق الفائدة هذا لثلاثة اشهر، اكثر من كلفة اعادة شراء الدنانير تسليم ثلاثة اشهر وكلفة التحاويل وانتقال الاموال اللازمة لاتمام هذه العملية.

المهم في هذا الشأن ان لا يعكس سعر الفائدة اية مخاطر ائتمانية، اي ان يتم الأستثمار بادوات تحمل نفس درجة التصنيف الأئتماني. فانتقال الأموال من الأردن حيث سعر الفائدة على الدولار يساوي السعر العالمي الى تركيا

التي تعاني من تضخم مرتفع وحالة عدم استقرار نقدي مزمنة وحيث يزيد سعر الفائدة على الدولار عن السعر العالمي بحوالي 7% بالسنة، قد يحقق ربح اربتراج مقداره 7% الا انه يعرض الأستثمار الى مخاطر مرتفعة جداً قد تؤدي الى خسارة تزيد كثيراً عن هذه النسبة. وسنتحدث عن هذا الموضوع بشكل مفصل وواف عند حديثنا عن عملية التبديل او السواب (Swap Operation).

٣- التعامل الآجل بالعملات الأجنبية:

لقد بينا سابقا ان عمليات التعامل الاجل تتم على اساس سعر يتفق عليه الان بحيث يتم التسليم في الوقت المحدد له في المستقبل، وبينا ايضا ان الحق الاجل لا يبدأ عادة من يوم اتمام العملية بل من حق يومي العمل العائد لها.

فما هي نظريات التعامل الاجل وكيف يتم تحديد اسعار هذا التعامل؟

بينما نرى البعض يتحدث عن نظرية العرض والطلب في التجارة الدولية والتي تقوم على اساس ان السعر بين عملتي بلدين تسليم اجل يعتمد على حجم مستوردات كل بلد من البلد الاخر، نرى اخرين يتحدثون عن نظرية فروقات اسعار الفوائد بحيث ان العلاوة او الخصم للسعر المقبل لفترة معينة سيكون خلال فترة من الزمن مساويا لفروقات مردود الفوائد على تلك الفترة، وان هذه النظرية الاخيرة هي ما يهمنا بحثه في هذا المجال لكونها الاساس الذي يعتمد عليه في تحديد الاسعار الاجله.

ان نظرية فروقات اسعار الفوائد تقوم على اساس ان الفرق بين السعر الاني والسعر الاجل هو فرق مردود الاستثمار بين العملتين، فلو ان شخصا لديه 100,000 دولار امريكي كوديعة لمدة عام بفائدة مقدارها 4%، وشخصا اخر لديه ما يعادل هذا المبلغ بالين الياباني واستثمره بفائدة مقدارها 2%، وان السعر

الاني للين الياباني هو 118 ين لكل دولار، فما هو السعر الاجل الذي يجعل مبلغ الدولارات عند استحقاقها يساوي مبلغ الينات عند استحقاقها؟

لمعرفة ذلك دعنا اولا نجيب على الاسئلة التالية:

السؤال الاول: ما هو مبلغ الدولارات عند الاستحقاق؟

انه (المبلغ الاصلي) + (فائدة الدولار) = (المبلغ عند الاستحقاق)

او (المبلغ الاصلي) × (1+ سعر الفائدة على الدولار) = (المبلغ عند الاستحقاق)

وهو (100,000) × (1+ 0,04) = (104,000 دولار).

السؤال الثاني: ما هي قيمة الين المعادلة لمبلغ الـ 100,000 دولار بسعر آني يساوي 118 ين لكل دولار؟

انها (قيمة الدولارات) × (السعر الاني) = القيمة المعادلة

وهي (100,000) × (118) = (11,800,000 ين).

السؤال الثالث: ما هو مبلغ الين عند الاستحقاق؟

(المبلغ الاصلي) + (فائدة الين) = المبلغ عند الاستحقاق

او (المبلغ الاصلي) × (1+ سعر فائدة الين) = المبلغ عند الاستحقاق

وهو (11,800,000) × (1+ 0,02) = (12,036,000 ين)

والان اذا كان السعر 118 هو السعر الاني الذي يجعل مبلغ 100,000 دولار يساوي 11,800,000 ين الان محسوبا على اساس 11,800,000 ÷ 100,000 ١ فما هو السعر الاجل الذي يجعل مبلغ الدولارات عند الاستحقاق يساوي مبلغ الينات عند الاستحقاق؟ اي يجعل مبلغ -/ 104,000 دولار يساوي مبلغ -/ 12,036,000 ين انه 115,73 محسوبا على اساس -/ 12,036,000 ين ÷ 104,000 دولار.

اذن فان السعر 115,73 ين لكل دولار هو السعر الاجل الكامل تسليم سنة (Forward Outright) الذي يتساوى عنده مبلغ الدولارات عند الاستحقاق ومبلغ الينات عند الاستحقاق او بعبارة اخرى هو السعر الاني معدلا بفروقات اسعار الفوائد. وهذا كله يقودنا الى تعميم المعادلة التالية :

$$\text{السعر الاجل الكامل} = \frac{\text{مبلغ العملة الاجنبية عند الاستحقاق}}{\text{مبلغ الدولارات عند الاستحقاق}}$$

$$= \frac{\text{مبلغ العملة الاجنبية الاصلي} \times (1+ \text{سعر فائدة العملة الاجنبية})}{\text{مبلغ الدولار الاصلي} \times (1+ \text{سعر فائدة الدولار})}$$

$$= \frac{\text{مبلغ الدولار الاصلي} \times \text{السعر الاني} \times (1+ \text{سعر فائدة العملة الاجنبية})}{\text{مبلغ الدولار الاصلي} \times (1+ \text{سعر فائدة الدولار})}$$

$$= \frac{\text{السعر الاني} \times (1+ \text{سعر فائدة العملة الاجنبية})}{(1+ \text{سعر فائدة الدولار})}$$

وبتعديل هذه المعادلة للايام والنقاط فانه يمكن تعميم المعادلة التالية :

$$\text{السعر الاجل الكامل} = \frac{\text{السعر الاني} \times \left(1 + \text{سعر فائدة العملة الاجنبية} \times \frac{\text{الايام}}{100 \times \text{الايام}}\right)}{\left(1+ \text{سعر فائدة الدولار} \times \frac{\text{الايام}}{100 \times \text{الايام}}\right)}$$

وبتطبيق القاعدة العامة الاخيرة فان السعر الاجل الكامل في مثالنا السابق هو :

$$= \frac{\left(\frac{360}{360 \times 100} \times 1,02\right) \times 118}{\left(\frac{360}{360 \times 100} \times 1,04\right)}$$

$$= 115,73$$

مما سبق نستطيع ان نقول انه عندما تتساوى فروقات اسعار الفوائد مع كلفة تغطية شراء الاموال تسليما اجلا، اي عندما يكون السعر الاجل الكامل هو السعر الاني معدلا تماما بفروقات اسعار الفوائد، فان السعر الاجل الكامل يكون هو سعر التوازن (Break-even Rate)، اي السعر الذي يجعل لا فرق لدى المستثمر من الاستثمار في اي من العملتين المعنيتين، ولتوضيح ذلك نفترض المثال التالي:

اذا كان لديك مبلغ 10,000,000 دولار لاستثماره لمدة عام بسعر فائدة 4% سنويا، بينما كان سعر الفائدة على الفرنك السويسري هو 3% سنويا، كما وكان السعر الاني للفرنك السويسري 1,3600 فرنك لكل دولار والسعر الاجل الكامل للفرنك السويسري مقابل الدولار لعام هو 1,3469 فرنك لكل دولار. فهل ستستثمر في الدولار ام في الفرنك السويسري؟

بتطبيق معادلة السعر الاجل الكامل نجد ما يلي:

$$\text{السعر الاجل الكامل} = \frac{\text{السعر الاني} \times \left(1 + \text{سعر فائدة العملة الاجنبية} \times \frac{\text{الايام}}{100 \times \text{الايام}}\right)}{\left(1 + \text{سعر فائدة الدولار} \times \frac{360}{360 \times 100}\right)}$$

$$= \frac{1,3600 \times \left(1 + 0,03 \times \frac{360}{360 \times 100}\right)}{\left(1 + 0,04 \times \frac{360}{360 \times 100}\right)} = 1,3469$$

وبما ان السعر الاجل الكامل 1,3469 هو سعر التوازن، اي السعر الاني معدلا تماما بفروقات اسعار الفوائد، فسيكون سيان لديك الاستثمار في الدولار او الفرنك السويسري كما يوضحه التالي:

	الدولار	الفرنك السويسري
المبلغ الاصلي		
الفائدة	10,000,000	13,600,000
المبلغ عند الاستحقاق	400,000	408,000
	10,400,000	14,008,000

السعر الاجل الكامل= $\frac{14,008,000}{10,400,000}$ = 1,3469

٤- العلاوة (Premium) والخصم (Discount)

يمكن القول نظريا بان السعر الاجل قد يتساوى مع السعر الاني، الا انه عمليا، وانطلاقا من نظرية فروقات اسعار الفوائد التي تحدثنا عنها، فان السعر الاجل يختلف عن السعر الاني، فاما ان يكون اعلى منه ويعتبر في هذه الحالة بعلاوة واما ان يكون اقل منه ويعتبر في هذه الحالة بخصم.

فلو نظرنا الى المثال التالي الذي يبين سعر الفرنك السويسري الاني والاجل مقابل الدولار لوجدنا:

SPOT USD 1.3600 CHF

6 MONTH Forward USD 1.3470 CHF

ان السعر الاجل للدولار هو بانخفاض عن السعر الاني اي بخصم. ولو نظرنا الى المثال التالي الذي يبين سعر الجنيه الاسترليني الاني والاجل مقابل الدولار لوجدنا:

Spot GBP 1.5140/USD

6 MONTH Forward GBP 1.4580/USD

ان السعر الاجل للدولار هو بعلاوة عن السعر الاني، واما الفرق بين السعر الاني والاجل وهو (0,0130) في الحالة الاولى و (0,056) في الحالة

الثانية هو ما يسمى بهامش السعر الاجل (Forward Margin) او بسعر التبديل او المقايضة (Swap Rate).

٥- تسمية الاسعار الاجلة

يمكن الحصول على سعر العملة الاجل في السوق عن طريق الحصول على سعر التبديل الذي يعبر عنه عادة بسعر الخصم (Discount) او بسعر العلاوة (Premium) حيث يتم خصمه او اضافته الى السعر الاني للعملة، وعليه فانه يمكن الحصول على السعر الاجل باضافة سعر العلاوة الى السعر الاني، او بطرح سعر الخصم من السعر الاني، وحيث ان سعر التبديل المشار اليه لا يحمل دائما اشارة سواء كانت موجبة او سالبة لتدل على انه سعر اضافة يجب اضافته او سعر خصم يجب خصمه من السعر الاني فانه يتم معرفة ذلك من خلال فهم طريقة التسمية المعطاة. فعند طلب سعر الاسترليني مقابل الدولار تسليم اجل ثلاثة اشهر مثلا واستلامنا سعر تبديل يكون الشراء فيه اكبر من البيع (160-150 مثلا)، فان هذا يعني انه سعر تبديل يجب طرحه من السعر الاني للحصول على السعر الاجل، ذلك لانه لو اضيف للسعر الاني فانه قد يجعل سعر الشراء اكبر من سعر البيع وهذا طبعا غير ممكن. وعلى العكس من ذلك فان حصولنا على سعر تبديل يكون الشراء فيه اصغر من البيع (150-160 مثلا) فانه يعني سعرا يجب اضافته للسعر الاني من اجل الحصول على السعر الاجل، ذلك لانه لو خصم من السعر الاني فانه قد يجعل سعر الشراء اكبر من سعر البيع وهذا غير ممكن ايضا. من هنا نجد انه ليتم تقرير ما اذا كان سعر التبديل يشير الى خصم عن السعر الاني او اضافة فوق السعر الاني فيجب ان ننظر الى العلاقة بين سعري التبديل. فاذا كان سعر الشراء اكبر من سعر البيع فان هذا يعني خصما من السعر الاني للعملة المسماة. اما اذا كان سعر الشراء اصغر من سعر البيع فان هذا يعني

اضافة الى السعر الاني للعملة المسماة.

ولتوضيح هذه المفاهيم دعنا ننظر الى نشرة الاسعار التالية :

Forward (3) months

Euro 220-210

Yen 2.37-2.47

Spot

EURO = 1.1350-60

YEN = 118.30-40

١ - يمكن الحصول على السعر الاجل لليورو مقابل الدولار كما يلي :

Spot EURO 1.1350 - 1.1360 USD

Swap Rate (-) 220 210

Forward outright 1.1130 1.1150

وهذا يعني ان السعر الاجل هو بخصم على اليورو وباضافة على الدولار

٢ - يمكن الحصول على السعر الاجل للين الياباني مقابل الدولار كما يلي :

Spot USD 118.30 118.40 YEN

Swap Rate (+) 2.37 2.47

Forward outright 120.67-120.87

وهذا يعني ان السعر الاجل هو باضافة على الدولار وبخصم على الين.

التغطية في السوق النقدي Spot Covering

عند التعامل بعملات محلية لا يوجد لها اسعار تعامل آجل معلنة على غرار اسواق العملات الأجنبية الرئيسية، تقدم البنوك خدمة تثبيت الأسعار الأجلة

للعملات الأجنبية مقابل العملة المحلية حيث يتم احتساب اسعار عملة مقابل عملة اخرى تسليم اجل على اساس خصم او اضافة السعر الاني بنسبة الفرق بين اسعار الفائدة على العملتين، فاذا اردنا احتساب اسعار شراء وبيع الدولار الامريكي تسليم اجل مقابل الدينار فلا بد اولا من احتساب اسعار التبديل او المقايضة (Swap Rate) لتضاف او تخصم من السعر الاني حتى نحصل على السعر الاجل. ويتم احتساب ذلك من خلال كلفة اقتراض او اقراض العملة الاجنبية والعملة المحلية على اساس الاسعار في السوق النقدي على النحو التالي:

١- يغطي المتعامل عملية الشراء الاجل للدولار (3 اشهر) كما يلي:

- يقترض دولار امريكي لمدة (3) اشهر.
- يبيع الدولار مقابل الدينار الاردني في السوق الاني (Spot).
- يقرض الدينار لمدة (3) اشهر (ربط وديعة).
- في يوم الاستحقاق يقوم المتعامل باستلام الدولار المشترى وتسديد الدولار المقترض كما ويقوم باسترداد قرضه بالدينار وتسليم الدينار المباع.

٢- يغطي المتعامل عملية البيع الاجل للدولار (3 اشهر).

- يقترض دينار ادرني لمدة (3 اشهر).
- يشتري دولار مقابل دينار اردني في السوق الاني (Spot).
- يقرض الدولار لمدة (3) اشهر (ربط وديعة).
- في يوم الاستحقاق يقوم المتعامل باستلام الدينار المشترى وتسديد الدينار المقترض كما ويقوم باسترداد الدولار المقرض وتسليم الدولار المباع.

وعليه يتم احتساب كلفة تغطية الشراء الاجل للدولار وكلفة تغطية البيع الاجل

للدولار كما يلي :

كلفة الشراء الاجل للدولار =

$$\frac{\text{سعر الشراء الاني} \times \left(\frac{\text{سعر الفائدة على}}{\text{ايداع الدينار}} - \frac{\text{سعر الفائدة على}}{\text{اقتراض الدولار}}\right) \times \text{المدة}}{100 \times \text{سنة}}$$

كلفة البيع الاجل للدولار =

$$\frac{\text{سعر البيع الاني} \times \left(\frac{\text{سعر الفائدة على}}{\text{اقتراض الدينار}} - \frac{\text{سعر الفائدة على}}{\text{ايداع الدولار}}\right) \times \text{المدة}}{100 \times \text{سنة}}$$

وكلفة تغطية كل من الشراء والبيع الاجل للدولار هي كلفة التبديل او ما يسمى باسعار التبديل او نقاط المقايضة التي تتمثل بمقدار الخصم او العلاوة على سعر شراء وبيع الدولار الاني كما يوضحه المثالين التاليين :

المثال الاول :

لنفترض ان سعر الدولار الاني هو 708-710 فلسا اردنيا واسعار الفائدة على الدولار لثلاثة اشهر هي 2% - 2,5% واسعار الفائدة على الدينار لنفس المدة هي 5% - 5,5% فانه يمكن احتساب اسعار التبديل ، وبالتالي اسعار شراء وبيع الدولار تسليم اجل ثلاثة اشهر كما يلي :

سعر التبديل

(مقدار العلاوة) = $\frac{3 \times (2,5-5) \times 708}{12 \times 100} = 4,425$

سعر شراء الدولار = $708 + 4,425 = 712,425$

اجل 3 اشهر

سعر التبديل

(مقدار العلاوة) = $\frac{3 \times (2-5,5) \times 710}{12 \times 100} = 6,213$

سعر بيع الدولار

اجل 3 اشهر=710 + 6,213 = 716,213

المثال الثاني :

لنفرض ان سعر الجنيه الأسترليني هو 1,1360 - 1,1370 ديناراً اردنيا واسعار الفائدة على الدينار لثلاثة اشهر 3-3,5% واسعار الفائدة على الجنيه لنفس المدة هي 5-5,5% فانه يمكن احتساب اسعار التبديل وبالتالي اسعار شراء وبيع الجنيه بخصم اجل ثلاثة اشهر كما يلي :

سعر التبديل

$$\text{(مقدار الخصم)} = \frac{3 \times (3 - 5,5) \times 1,1360}{12 \times 100} = 0,0071$$

سعر شراء الجنيه=1,1360 - 0,0071 = 1,1289

اجل 3 اشهر

سعر التبديل

$$\text{(مقدار الخصم)} = \frac{3 \times (3,5 - 5) \times 1,1370}{12 \times 100} = 0,0034$$

سعر بيع الأسترليني

اجل 3 اشهر =1,1370 - 0,0034 = 1,1327

نجد في المثال الاول ان سعر شراء وبيع الدولار تسليم اجل ٣ اشهر هو بعلاوة في السوق الاجل مقابل الدينار الذي هو بخصم . ونجد في المثال الثاني ان سعر شراء وبيع الجنيه الأسترليني تسليم اجل 3 اشهر هو بخصم في السوق الاجل مقابل الدينار الذي هو بعلاوة ، مما يقودنا الى تعميم القاعدتين التاليتين :

أ - ان العملة التي سعر فائدتها اعلى تباع بخصم في السوق الاجل مقابل العملة التي سعر فائدتها اقل.

ب- ان العملة التي سعر فائدتها اقل تباع بعلاوة في السوق الاجل مقابل العملة التي سعر فائدتها اعلى.

٦- الأسعار الآجلة وعلاقتها بالأسعار الآنية

بعد ان تحدثنا عن الاسعار الانية، وفي معرض حديثنا عن الاسعار الاجلة، لا بد من الاشارة الى النقاط الهامة التالية حول مفهوم التعامل الاجل والتي تبين العلاقة القائمة بين الاسعار الاجلة والاسعار الانية ومدى ارتباط او تأثُّر كل منهما بالاخر او بالعوامل الاخرى المؤثرة بهما:

أ - ان استعمالنا لاصطلاح سوق العملات الاجل (Forwad Exchange Market) لا يعني عملياً وجود سوق منفصل للتعامل الاجل، بل ان كلا من التعامل الاني والتعامل الاجل يتمان في نفس السوق وبدون اي تمييز بينهما وان كنا نجد ان بعض الوسطاء والمتعاملين في هذا السوق متخصص في التعامل الاجل وبعضهم متخصص في التعامل الاني.

ب- على الرغم من اهمية التعامل الاجل كاداة لتغطية المقبوضات والمدفوعات الاجلة فان عدداً كبيرا من عمليات التعامل الاجل بين البنوك تأتي كجزء من عمليات المقايضة او المبادلة (Swap Operations) والتي هي مزيج من التعامل الاني والتعامل الاجل اللذان يتمان في نفس الوقت.

جـ- ان كل ما ذكر سابقا عن العوامل التي تؤثر على سعر العملة الاني سواء كانت عوامل فنية (Technical Factors) او عوامل اساسية (Fundamental Factors) ينطبق بشكل عام على سعر العملة الاجل، فجميع هذه العوامل

تؤثر في سعر العملة الاجل كما تؤثر في سعر العملة الاني طالما ان مفهوم التعامل الاني للعملات الاجنبية (Spot Exchange) لا يعني التسليم الفوري بل يعني التسليم بعد يومي عمل من اتمام العملية وهو بذلك لا يختلف بشكل جوهري عن التسليم الاجل (Forward Exchange) الذي يعني التسليم لاي مدة بعد يومي عمل .

د- بالاضافة الى ذلك فان الاسعار الاجلة تتأثر بتغيرات الاسعار الانية تماما كما تتأثر الاسعار الانية بتغيرات الاسعار الاجلة ، وبشكل عام فان السعرين معا يتحركان بنوع من التجانس الملحوظ الظاهر بينهما .

هـ- قلنا ان الفرق بين السعر الاني واالسعر الاجل وهو ما يسمى بهامش السعر الاجل (Forward Margin) او ما سبق وسميناه بسعر التبديل او سعر المقايضة (Swap Rate) يميل دائما للتساوي مع فرق فائدة العملتين المعنيتين ، ذلك لان اي خلل يحصل بين هامش السعر الاجل وفرق الفائدة يصحح تلقائيا من خلال عمليات الاربتراج التي تظهر . ومن هذه النقطة نرى امكانية ان تكون الاسعار الاجلة خاضعة لتأثيرات مختلفة عن تلك التي تخضع لها الاسعار الانية . ففي حين نرى الاثر الذي قد يتركه سعر الفائدة على السعر الاني نرى الاثر المعاكس الذي يتركه هذا السعر على هامش السعر الاجل ، فزيادة سعر الفائدة التي تدفع السعر الاني للتحرك في صالح الدولة المعنية تؤدي في نفس الوقت الى دفع هامش السعر الاجل للتحرك في غير صالحها .

واكثر من ذلك نرى انه في حين ان اثر سعر الفائدة على السعر الاني امر قابل للنقاش والجدل ، فان هذا الاثر على هامش السعر الاجل امر قاطع

بل ويمكن احتسابه رياضيا .

و- يوجد هناك عدة انواع من الفوائد التي يمكن ان تؤثر على الاسعار الاجلة فحتى لو تم اعتماد فوائد ادوات الاستثمار قصيرة الاجل كأساس فاننا سنجد انواعا مختلفة من هذه الفوائد، الامر الذي يترك احيانا امكانية لبعض عمليات الاربتراج الممكنة . لذلك يجب ان يتم الحصول على هامش السعر الاجل من خلال فروقات اسعار الفائدة الفعالة (Effective interest rate differentials) والتي يمكن الحصول عليها لمعظم العملات الرئيسية من سوق العملات الحر (Euro-markets) وليس من الاسواق المحلية لهذه العملات، خاصة وان هناك في الغالب فروقات قد تكون احيانا كبيرة في اسعار فوائد العملات بين اسواقها المحلية واسواقها الحرة في خارج بلدانها .

ز- يمكن القول عادة انه كلما زادت المدة كلما اتسع فارق السعر الاجل عن السعر الاني واتسع تبعا لذلك فارق سعر الشراء عن سعر البيع، والسبب في ذلك قيمة فروق الفوائد التي تتزايد مع المدة والتي تعكس التحوط من اية خسائر او مخاطر قد تنجم عن طول المدة، وتنظر معظم البنوك لمدد الاقل من سنة على اساس انها الاكثر ربحا والاقل خسارة في التعامل الاجل، فهي تنظر للمدد شهر، ثلاثة اشهر، ستة اشهر، تسعة اشهر، وسنة على اساس انها فترات استحقاق عادية (Normal Maturity)، لذلك تعطي البنوك اسعارا اجلة اقل منافسة للاستحقاقات غير العادية (Odd Maturity) لانه قد يكون من الصعب عليها تغطية عملياتها في السوق في هذه الفترات من جهة، ولأن الترتيبات الخاصة غالباً ما تكلف اكثر من الترتيبات العامة .

٧- شروط اجراء عملية تسليم آجل مربحة

نفترض اننا نرغب في اجراء عملية شراء آجل لثلاثة اشهر للجنيه الاسترليني مقابل الدولار الامريكي لتوقعنا ان سعر الجنيه سيرتفع خلال هذه المدة مما يمكننا من عكس العملية في وقت لاحق خلال فترة الثلاثة اشهر وتحقيق ربح من جراء هذه العملية وعكسها، علما بأن اجراء مثل هذه العملية يحتاج الى دراسة دقيقة لسوق العملات وأسعارها لما قد يترتب على ذلك من مخاطرة كبيرة تكمن في تحرك الاسعار بالاتجاه العكسي غير المرغوب.

نفترض ان الاسعار التالية هي الاسعار السائدة للجنيه الاسترليني مقابل الدولار الامريكي بتاريخ ١٩/ ١ :

Bank (A)

Spot GBP 1.7721 1.7726 USD

Forward Margin (Swap Rate)	(-) 75	72
Forward Outright	1.7646	1.7654

Bank (B)

Spot GBP 1.7724 1.7729 USD

Forward Margin (Swap Rate)	(-) 76	74
Forward Outright	1.7648	1.7655

وبما اننا نرغب في شراء الاسترليني وبيع الدولار لاجل ثلاثة اشهر فان سعر البنك الاول البالغ (1,7654) هو افضل من سعر البنك الثاني البالغ (1,7655) لذلك قمنا ببيع (20) مليون دولار امريكي مقابل (11,328،877/31) جنيه استرليني حق ٢١/ ٤ على سعر (1,7654) دولار لكل جنيه من البنك الاول مع

تحديد الحساب الذي سندفع له العملة المباعة وهي الدولار في نفس التاريخ. علما بأن العملية بعد ذلك تتطلب اجراء التعزيز البريدي اللازم لها وفق النماذج الخاصة بذلك والترحيل على مفكرة استحقاق عقود التسليم الآجل والتي ترُتب عادة على حسب تواريخ استحقاق العمليات المختلفة كما تتطلب اجراء القيد المحاسبي اللازم للعملية.

ومما تجدر الاشارة اليه هنا الى انه لن تتم عند عقد العملية أية اجراءات استلام او تسليم للعملات المشتراه او المباعة، بل تتخذ اجراءات التحويل قبل يومي عمل من تاريخ استحقاق العملية الواقع في 21%4.

ولنفترض بتاريخ ١٠/ ٣ مثلاً ان اسعار الجنيه الاسترليني قد ارتفعت كما كان متوقعا لها حيث أصبحت أسعاره الآجلة للفترة من ١٠/ ٣ ولغاية ٢١/ ٤ (وهي تاريخ استحقاق العقد الاول) كما يلي:

Bank (A)

Spot GBP	1.8430	1.8435 USD
Forward Margin (Swap Rate)	(-) 39	33
Forward Outright	1.8391	1.8402

Bank (B)

Spot GBP	1.8410	1.8420 USD
Forward Margin (Swap Rate)	(-) 37	34
Forward Outright	1.8373	1.8386

وبما ان اسعار الجنيه الاسترليني قد تحسنت كما كان متوقعا وان الهدف من اجراء العملية هو تحقيق الربح، فاننا نريد الآن عكس العملية القائمة لما تبقى من

أجلها لتستحق عملية العكس بتاريخ استحقاق العقد الاول، أي اننا نريد بتاريخ ١٠/ ٣ اجراء عملية آجلة عكسية نبيع فيها الجنيه الاسترليني ونشتري الدولار بحيث تستحق بتاريخ ٢١/ ٤، حتى يتم اغلاق العملية بالكامل والحصول على الربح الذي تحقق لنا من ارتفاع سعر الجنيه الاسترليني.

وفي ضوء الاسعار المعروضة والمبينة سابقا فان سعر البنك الاول للجنيه الاسترليني مقابل الدولار الامريكي والبالغ (1,8391) هو افضل من سعر البنك الثاني البالغ (1,8373)، وعليه فاننا سنقوم بشراء (20) مليون دولار امريكي مقابل (10,874،884/45) جنيه استرليني حق 4/21 على أساس السعر المعروض البالغ (1,8391) دولار لكل جنيه استرليني، كما سنقوم بكل الاجراءات التي سبق ذكرها في العقد الاول فيما يتعلق باجراءات التعزيز، والترحيل على مفكرات الاستحقاق، بالاضافة الى تنفيذ القيد المحاسبي اللازم للعملية.

هذا وبالنظر الى العملية الاولى التي تمت بتاريخ 1/19 والعملية العكسية التي تمت بتاريخ 3/10 فاننا نكون قد حققنا ربحا مقداره (453،992/86) جنيه استرليني يمثل الفرق بين الجنيه الاسترليني المشتري بتاريخ 1/19 حق 4/21 والبالغ (11,328،877/31) والجنيه الاسترليني المباع بتاريخ 3/10 حق 4/21 والبالغ (10,874،884/45).

ويتطلب الوضع السابق منا اجراء ما يلي قبل يومي عمل من تاريخ الاستحقاق:

١- ارسال برقيات الدفع والاستلام للعملات المشتراه والمباعة للبنوك الدافعة والمستلمة.

٢- اجراء القيود المحاسبية اللازمة.

ويتبين عند اغلاق قيود العملية ان ما قيد لنا بالجنيه الاسترليني هو (877/31 ,11,328) وما قيد علينا هو (884/45، 10,875) وبالتالي فان الفرق هو ربح العملية الذي تمت الاشارة اليه سابقا.

٣- يتم في النهاية اغلاق المفكرات الخاصة بالعمليتين الاولى والثانية وشطب العمليات من الصفحات الخاصة بالبنوك المعنية.

٨- اتفاقيات اسعار الفوائد الآجلة Future (Forward) Rate Agreements (FRA)

يسمح هذا النوع من الاتفاقيات للعملاء بحماية أنفسهم ضد تقبلات أسعار الفوائد سواء كان اتجاهها صعودا او هبوطا، فهي بذلك اتفاقيات تتم الان بين طرفين للقيام بتاريخ محدد في المستقبل يسمى تاريخ التسوية (Settlement Date) بتسوية الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه بتاريخ العقد (Deal Date) وسعر الفائدة السائد بتاريخ التسوية واللذين يغطيان فترة معينة تبدأ في وقت ما في المستقبل، ويجب ان تحدد هذه الاتفاقيات كلاً من الفترة والمبلغ والعملة وسعر الفائدة، علما بأنه يتم الدفع او الاستلام لفرق الفائدتين فقط دون ان يشمل ذلك المبلغ الاصلي، وبما انه لا يتم في هذا النوع من الاتفاقيات اي تحويل للمبلغ الاصلي فان هذه الاتفاقيات تعامل في أغلب الاحيان على اساس انها عمليات خارج الميزانية حيث تمثل التزامات طارئة (Contingencies). ويوجد في اتفاقيات أسعار الفوائد الاجلة مشتري او مقترض يتوقع ارتفاع اسعار الفوائد في المستقبل فهو لذلك يريد ان يتحوط ضد هذا الارتفاع كما يوجد بائع أو مقرض يتوقع انخفاض اسعار الفوائد في المستقبل فهو لذلك يريد ان يتحوط ضد انخفاض أسعار هذه الفوائد.

فبتاريخ التعاقد يتفق الطرفان على سعر فائدة يغطي فترة آجلة تبدأ من تاريخ محدد في المستقبل (بعد ثلاثة أشهر مثلا لفترة تغطي ستة أشهر من ذلك التاريخ)

وهذه الفترة الآجلة هي التي تغطيها اتفاقية اسعار الفوائد الآجلة (FRA)، فقبل يومي عمل من تاريخ بداية هذه الفترة (تاريخ العقد) يتم تحديد سعر الفائدة الفعلي الذي يغطي فترة العقد المتفق عليها، فاذا كان سعر الفائدة الفعلي يوم التسوية أكبر من سعر الفائدة المتفق عليه في العقد فان على البائع لهذا العقد أن يدفع للبائع صافي هذا الفرق، اما اذا كان العكس هو الصحيح فان على المشتري أن يدفع للمشتري صافي الفرق، أما في حالة تساوي الفائدتين فانه لن تكون هناك أية فروقات تدفع من أي جانب.

اجراءات التعامل في اتفاقيات أسعار الفوائد الآجلة

نفترض أننا قد اقرضنا بتاريخ 3/26 مبلغ (10) مليون دولار لمدة تسعة أشهر بسعر فائدة 11,25%، واننا قد قمنا بتمويل فترة الثلاثة أشهر الاولى بسعر فائدة 10,5%، وحيث أننا لا نرغب أن يبقى سعر الفائدة غير مغطى لباقي الفترة فاننا ولحماية هذا السعر للستة أشهر المتبقية قمنا باجراء عملية (FRA).

فاذا قام بنك ما باعطائنا سعر (FRA) ثلاثة أشهر مقابل تسعة أشهر 11%-11,25%، فاننا نستطيع لتغطية مركزنا المكشوف بالتحوط ضد الارتفاع في اسعار الفوائد عن طريق شراء سعر فائدة 11,25% لمبلغ عشرة ملايين دولار لفترة الستة أشهر المستقبلية.

بتاريخ التسوية، وهو في مثالنا 6/26، تتم التسوية على أساس الفرق بين سعر الفائدة المتفق عليه في العقد وهو 11,25%، وسعر فائدة الاقراض لمدة ستة أشهر كما هو معلن في الساعة الحادية عشرة في سوق لندن مثلا قبل يومي عمل من ذلك التاريخ، فاذا كان هذا السعر هو 12,25%، فسوف تتم تسوية العقد باستلام المشتري للفرق في 6/26 على أساس المعادلة التالية:

$$\frac{1}{1 + \frac{(\text{ف ت} \times \text{ى})}{360 \times 100}} \times \text{م ع} \times \frac{(\text{ف ت} - \text{ف ع}) \times \text{ي}}{360 \times 100}$$

حيث أن :

ف ت : الفائدة بتاريخ التسوية

ف ع : الفائدة المتفق عليها في العقد

ي : عدد الايام خلال مدة العقد (ستة اشهر في مثالنا)

م ع : مبلغ العقد

فيكون تطبيق المعادلة حسب مثالنا السابق كما يلي :

$$\frac{1}{1 + \frac{(183 \times 12{,}25)}{360 \times 100}} \times 10{,}000{,}000 \times \frac{183 \times (11{,}25 - 12{,}25)}{360 \times 100} =$$

= 47,852/14 دولار

وهذا الفرق الذي سيتم استلامه من قبل المشتري سوف يقابل الارتفاع في الكلفة التي يمكن دفعها لتمويل فترة الستة أشهر القادمة .

وفي هذا النوع من العمليات لا توجد عادة حاجة لاستعمال خطوط الائتمان الممنوحة للمبلغ الاصلي ، وذلك لان مخاطرة البنك تكمن فقط في فروقات الفوائد وعدم مقدرة أحد الاطراف على دفع هذه الفروقات ، وتعطى أسعار هذه العمليات في العادة بمبالغ تتراوح بين (5) الى (10) مليون دولار ، أما بالنسبة للمبالغ الاكبر او الاصغر فيتم اعطائها بناء على طلب مسبق .

من هنا نجد ان عمليات (FRA) قد وجدت لمساعدة المتعاملين في ادارة عمليات الاستثمار بحيث تسمح لأي متعامل بأن يحمي أمواله سواء كان مقرضا او مقترضا

ضد تحركات أسعار الفوائد وتثبيت أسعار فوائد مستقبلية بطريقة سهلة وفعالة دون الحاجة الى الدخول في الميكانيكية المعقدة في اسواق العقود المستقبلية المالية (Finan- cial Futures Markets) مع تحقيق نفس الاهداف والنتائج المرغوبة . كما تعتبر عمليات (FRA) بديلا لعمليات الاجل مقابل آجل (Forward against forward) حيث لا توجد حاجة لاجراء عمليات الاقتراض والاقراض الفعلي وما لذلك من مساوىء على تضخيم الميزانية بل يتم التعامل بفروقات الفوائد فقط . هذا وتحقق عمليات (FRA) مرونة كبيرة حيث توجد دائما الفرصة لعكس الوضع باجراء عقد مقابل .

٩- ادارة الأموال قصيرة الأجل في سوق العملات والسوق النقدي

أ - استثمار الاموال المتوفرة من عملة معينة

يتوفر لدى المدير المالي احيانا اموال من عملة معينة يمكن استثمارها بشكل مؤقت لحين ظهور الحاجة لها . فلو كانت هذه العملة المتوفرة هي الدولار الامريكي فسيكون هدف هذا المدير بلا شك هو استثمار هذه الاموال باعلى مردود يمكن الحصول عليه دون تحمل اية مخاطر تنتج عن عملية الاستثمار حيث يمكن القيام بذلك باحدى الطريقتين التاليتين :

الاولى: هي استثمار الدولارات المتوفرة مباشرة في السوق النقدي .

الثانية: هي تبديل الدولارات المتوفرة الى عملة اخرى والاستثمار في هذه العملة على اساس التغطية الكاملة التي تضمن اعادة العملة الجديدة الى الدولارات عند الحاجة لهذه الدولارات .

فلو ان الاسعار المعروضة في السوق النقدي وسوق العملات كانت كما يلي :

السوق النقدي: استحقاق ثلاثة اشهر:

	الشراء/ الاقتراض	البيع/ الاقراض
الاسترليني	%11	%11,25
الدولار	%10,25	%10,75

سوق العملات:

السعر الاني 1,5450 دولار لكل استرليني

سعر التبديل لثلاثة اشهر 40 - 30

حسب الطريقة الاولى، فانه سيتم ايداع الدولار لمدة ثلاثة اشهر مباشرة في السوق النقدي على اساس السعر المعروض والبالغ 10,25%. اما حسب الطريقة الثانية فانه سيتم تبديل الدولارات الى استرليني على السعر الاني البالغ 1,5450 دولاراً لكل استرليني ومن ثم اعادة شرائه تسليم اجل ثلاثة اشهر على سعر التبديل المعروض بخصم 40 نقطة عن السعر الاني والذي يعادل 1,04% (1) سنويا كخصم على الاسترليني.

ويكون صافي عائد الاستثمار حسب الطريقة الثانية كما يلي:

عائد الاستثمار في الاسترليني	+ 11%
بيع الدولار مقابل الاسترليني انيا	
واعادة شرائه بخصم على السعر الاجل	- 1,04%
الربح الكلي	+ 9,96%

من هنا نجد ان عائد الاستثمار حسب الطريقة الاولى والبالغ 10,25% سنويا هو

(١) محسوبة كالاتي $\frac{4 \times 0,0040}{100 \times 1,5450} = \%1,04$

افضل من عائد الاستثمار حسب الطريقة الثانية والبالغ 9,96% سنويا مما سيدفع المدير المالي بالطبع الى اللجوء للطريقة الاولى وليس للطريقة الثانية .

ب- اقتراض الاموال اللازمة من عملة معينة

تظهر الحاجة الملحة احيانا امام المدير المالي لاقتراض عملة معينة ، سيحاول بطبيعة عمله الحصول على هذه العملة باقل تكلفة ممكنة وبدون تحمل اية مخاطر قد تنتج عن قيامه بذلك . فلو فرضنا ان الحاجة ظهرت للدولار الامريكي ولمدة ثلاثة اشهر فانه سيكون امام هذا المدير طريقتان للحصول على الدولارات المطلوبة .

الاولى : هي اقتراض هذه الدولارات مباشرة من السوق النقدي .

الثانية : هي اقتراض اية عملة اخرى وتبديل هذه العملة الى الدولارات المطلوبة على اساس التغطية الكامله التي تم الحديث عنها عند عمليات التبديل .

ومن الطبيعي ان يتوقف اختيار المدير المالي لاي من الطريقتين على وضع السوق والاسعار السائدة فيه ، فلو ان الاسعار السائدة في هذا السوق كانت كالاتي :

السوق النقدي - استحقاق ثلاثة أشهر

	الشراء/ الافتراض	البيع/ الاقراض
الاسترليني	%11	%11,25
الدولار	%10,25	%10,75

السعر الاني 1,5450 دولار لكل استرليني

سعر التبديل - ثلاثة اشهر 40 - 30

حسب الطريقة الاولى فانه سيتم اقتراض الدولارات مباشرة من السوق بالسعر المعروض والبالغ 10,75% . اما حسب الطريقة الثانية فانه سيتم اقتراض الاسترليني بالسعر المعروض البالغ 11,25% ومن ثم تحويله الى دولارات على السعر الاني 1,5450 دولار لكل استرليني واعادة بيعه تسليم ثلاثة اشهر على سعر التبديل المعروض بخصم ٣٠ نقطة عن السعر الاني والذي يعادل 0,78% سنويا كخصم على الاسترليني (1) .

وتكون تكلفة الدولارات حسب الطريقة الثانية كما يلي :

- تكلفة اقتراض الاسترليني -11,25%

- بيع الاسترليني مقابل دولار انيا واعادة شرائه بخصم على السعر الاجل +0,78%

- التكلفة الكلية -10,47%

من هنا نجد ان توفير الدولارات حسب الطريقة الثانية اي من خلال الاسترليني سيكلف 10,47% سنويا في حين ان توفيره من خلال الاقتراض المباشر حسب الطريقة الاولى سيكلف 10,75% سنوياً الامر الذي سيدفع المدير المالي الى اللجوء للطريقة الثانية خاصة وانها لن ترتب عليه اية مخاطرة او أي وضع جديد للعملات .

---

(١) محسوبة كالاتي $\frac{4 \times 0,0030}{1,5450} = 0,78\%$

ج- العمليات غير المغطاة وسعر التوازن

ان تحقيق الارباح السابقة من خلال عمليات الاستثمار والاقتراض تتم عندما يكون السوق في وضع غيرمتوازن، اما اذا كان السوق في وضع متوازن فانه لا يتحقق مثل هذا الربح الا اذا تم اخذ مركز بالعملات (Posi-tion)، بحيث لا تتم تغطية هذه العمليات في السوق الاجل، ذلك لان وضع التوازن في السوق يحتم على العملة ذات سعر الفائدة المرتفع ان تباع بخصم في السوق الاجل والعملة ذات سعر الفائدة المنخفض ان تباع بعلاوة في السوق الاجل اي ان ما يتم ربحه عادة من سعر الفائدة المرتفع تتم خسارته من خلال الخصم في السوق الاجل وما تتم خسارته من سعر الفائدة المنخفض يتم ربحه من خلال العلاوة في السوق الاجل.

فلو ان فائدة اقتراض الفرنك السويسري لثلاثة اشهر كانت 5% سنويا وفائدة اقتراض الدولار لنفس المدة كانت 9% سنويا وكان السعر الاني 1,400 فرنك لكل دولار وسعر التبديل 0,0140 فرنك لكل دولار خصم على الدولار لثلاثة اشهر(١)، فاننا من خلال ذلك نجد ان فرق الفائدة في السوق يبلغ 4% سنويا لصالح الدولار وان سعر التبديل لثلاثة اشهر يعادل 4% سنويا خصم على الدولار مما يعني ان السوق في وضع التوازن الذي لا يترك مجالا لاي ربح ممكن اذا ما تم الاستثمار فيه والاقتراض منه على اساس التغطية الكاملة، فتحويل الفرنك الى دولار للأستفادة من فائدة الدولار البالغة 9% سنويا ستترك لنا فقط مردوداً يعادل 5% سنويا عندما يؤخذ خصم الدولار البالغ 4% بالحسبان واقتراض الفرنك للاستفادة من سعر الفائدة المنخفض البالغ 5% سنويا سيكلفنا 9% سنويا عندما تؤخذ علاوة الفرنك السويسري البالغه 4% بالحسبان، الا ان المدير المالي قد يلجأ

---

(١) على أساس المعادلة: $\frac{3 \times 5 - 9 \times 1,4000}{100 \times 12} = (0,0140)$٪

في حالة التوازن هذه الى العمليات غير المغطاة، فاذا كان بحاجة للدولار فقد يقوم باقتراض الفرنك السويسري للاستفادة من سعر الفائدة المنخفض حيث يقوم بتحويله الى دولارات على اساس السعر الاني للاستفادة من سعر فائدة الدولار العالية خلال مدة الثلاثة اشهر، الا انه لا يقوم في نفس الوقت باعادة شراء الفرنك المباع. فاذا بقي السعر الاني للفرنك في نهاية مدة الثلاثة اشهر 1,4000 فان المدير المالي سيكون قد حقق وفرا مقداره 4% سنويا اما اذا ارتفع سعر الفرنك السويسري فان ذلك سيرفع تكلفة الاقتراض، فارتفاع سعره الى 1,3800 فرنك لكل دولار مثلا سيرفع التكلفة الكلية للقتراض الى 10,71% سنويا محسوبة كما يلي:

- تكلفة باقتراض الفرنك	%5
- بيع الفرنك انيا على سعر 1,400	
واعادة شرائه بعد ثلاثة اشهر على سعر 1,3800 (١)	%5,71
- التكلفة الكلية للدولار من خلال الفرنك	%10,71
- تكلفة اقتراض الدولار مباشرة	%9
- الخسارة	%1,71-

فتوقع المدير لارتفاع سعر الدولار دفعه الى عدم تغطية عملية الاقتراض هذه مما ادى بعد انخفاض سعر الدولار وارتفاع سعر الفرنك الى 1,3800 الى تحمله الخسارة البالغة 1,71% فماذا يحصل لو قام المدير المالي بتدوير عملية اقتراضه السابقة لمدة ثلاثة اشهر اخرى على اساس انه ما زال يتوقع ارتفاع سعر الدولار وانخفاض سعر الفرنك في نهاية فترة الستة اشهر، وماذا يحصل لو خيب ظنه للمرة الثانية فانخفض سعر الدولار من 1,3800 فرنك لكل دولار الى 1,3750 فرنك لكل دولار.

---

(١) على أساس المعادلة: $\frac{1,3800 - 1,4000}{1,400} \times \frac{12}{3} \times 100 = \%0,78$

للوهلة الاولى يتبادر للذهن انه لما كانت هناك خسارة نتيجة انخفاض السعر الاني الى 1,3800 فلا بد وان يكون هناك بالتأكيد خسارة ايضا نتيجة لانخفاض السعر الاني اكثر الى 1,3750 ، الا ان التكلفة الكلية للفرنك السويسري لستة اشهر هي فقط 8,57% مقارنة بـ 9% سنويا للدولار مما يعني ان هناك ربحا مقداره 0,43% محسوبة كما يلي :

- تكلفة اقتراض الفرنك		%5
- بيع الفرنك انيا على سعر	1,4000 واعادة	
شرائه بعد ستة اشهر على سعر	1,3750	%3,57
- التكلفة الكلية للدولار من خلال الفرنك		%8,57
- تكلفة اقتراض الدولار مباشرة		%9
- الربح		%0,043

ويظهر من التحليل اعلاه ان اثر خسارة فرق العملة يكون اقوى كلما قصرت الفترة التي تغطيها الخسارة ويكون اضعف كلما طالت هذه الفترة .

من هنا نجد انه يجب على المدير المالي في حالة الاقتراض او الاستثمار غير المغطى (Uncovered borrowing or Investing) ان يحدد اولا وقبل كل شيء سعر التوازن (Break-even exchange rate) وهو السعر الاني في نهاية فترة الاقتراض والاستثمار الذي يتساوى عنده فرق الفائدة مع فرق العملة ، اي انه السعر الاني الذي يحقق التوازن ، وهذا السعر يساوي السعر الاني مطروحا منه حاصل ضرب السعر الاني في فرق الفائدة السنوي في المدة المعنية ، وسعر التوازن لثلاثة اشهر في مثالنا السابق يساوي 1,3860 فرنك لكل دولار محسوبا كما يلي :

$(12/3 \times ,04 \times 1,400) - 1,400$

اما سعر التوازن لستة اشهر فهو 1,3720 لكل دولار محسوبا كما يلي :

$(12/6 \times 0,04 \times 1,400) - 1,400$

واسعار التوازن هذه تعني انه اذا انخفض السعر الاني من 1,400 فرنك سويسري لكل دولار الى 1,3860 فرنك لكل دولار في نهاية فترة الثلاثة اشهر او الى 1,3720 فرنك لكل دولار في نهاية فترة الستة اشهر فان اقتراض الفرنك الذي يكلف 5% سيضاف اليه خسارة العملة 4% لتساوي تكلفة اقتراض الدولار 9% وعندها سيكون لا فرق لدى المدير المالي من اقتراض الدولار مباشرة او من خلال الفرنك لان نتيجة العملتين ستكون واحدة .

الا ان طريقة احتساب سعر التوازن اعلاه لا تأخذ بعين الاعتبار تأثير تغير السعر الاني على الفائدة المقبوضة او المدفوعة ، وبما ان عمليات الاقتراض والاستثمار غير المغطاة ستحقق فوائد يتم استلامها او دفعها فانه يجب على المدير المالي ان يأخذ ذلك بعين الاعتبار ، خاصة اذا كان يتوقع ان يكون فرق العملتين المعنيتين كبيرا او كان يتوقع ان تتحرك الاسعار الانية للعملتين بشكل كبير ، وحيث ان سعر التوازن هو السعر الذي يجعل التدفق النقدي لكل عملة من العملتين المعنيتين متساويا فان المعادلة الدقيقة لاحتساب سعر التوازن لعملية اقتراض 1,4000 فرنك او دولار واحد سيكون كما يلي :

$$\frac{\text{فائدة الفرنك + المبلغ الاصلي للفرنك}}{\text{سعر التوازن}} = \text{فائدة الدولار + المبلغ الاصلي للدولار}$$

وبالتالي تكون اسعار التوازن السابقة كما يلي :

$$\text{سعر التوازن لثلاثة اشهر} = \frac{(12/3 \times ,05 \times 1,400) + 1,400}{(12/3 \times ,09 \times 1) + 1} = 1,3863$$

$$\text{سعر التوازن لستة اشهر} = \frac{(12/6 \times ,05 \times 1,400) + 1,400}{(12/6 \times ,09 \times 1) + 1} = 1,3732$$

د - ادارة التدفقات النقدية Cashflow Management

نريد في معرض حديثنا عن ادارة التدفقات النقدية ان نتاول تلك التدفقات التي تحصل حالا، وتلك التي تحصل في المستقبل، كما ان المعالجة ستتناول التدفقات النقدية بشقيها الداخل (Inflow) والخارج (Outflow).

فلو افترضنا على سبيل المثال انه يوجد لدى الادراة المالية لمؤسسة ما فرنكات سويسرية فائضة عن حاجاتها لمدة ثلاثة اشهر وان هذه الادارة ايضا بحاجة الى دولارات امريكية لمدة ثلاثة اشهر وكان الوضع السائد في كل من السوق النقدي وسوق العملات كما يلي :

- سعر الفائدة على الدولار 9% سنويا
- سعر الفائدة على الفرنك 6% سنويا
- السعر الاني للدولار مقابل الفرنك 1,3500 فرنك لكل دولار
- سعر التبديل (خصم على الدولار) 0,00675 فرنك لكل دولار لأجل 3 أشهر[1].

ان مثل هذه الادارة قد تلجأ في ادارة تدفقاتها النقدية الى استثمار الفائض الذي لديها من الفرنكات السويسرية لمدة ثلاثة اشهر بالسعر السائد والبالغ 6% سنويا واقتراض الدولارات الامريكية لمدة ثلاثة اشهر على اساس السعر السائد ايضا والبالغ 9% سنويا، او انها قد تلجأ بدلا من ذلك الى

---

(١) اسعار الفوائد معطاة باتجاه واحد حيث يفترض هنا ان سعر الاقتراض هو نفسه سعر الإقراض.

تبديل فائض الفرنكات السويسرية المتوفرة لديها الى الدولارات الامريكية لمدة ثلاثة اشهر على اساس السعر الاني المعروض 1,3500 فرنك لكل دولار والقيام في نفس الوقت ببيع الدولارات وشراء الفرنكات السويسرية تسليم اجل لثلاثة اشهر علي اساس سعر التبديل البالغ 0,00675 فرنك لكل دولار والذي يمثل سعر خصم على الدولار، ومما لا شك فيه هو ان هذه الادارة ستعمل عند اختيارها لاي من البديلين المتوفرين لديها الى تحديد صافي التكلفة المتعلقة بكل منهما. لذا فانها وحسب المعطيات اعلاه ستعمل ايضا على اختيار البديل الثاني الذي سيكون صافي تكلفته 2% سنويا مقارنة بصافي تكلفة البديل الاول البالغة 3% سنويا(٢).

وفي اتجاه آخر لادارة التدفقات النقدية نفترض ان مؤسسة ما تتوقع استلام فرنكات سويسرية بعد شهر من الان، وان هذه الفرنكات السويسرية ستكون فائضة لديها لمدة ثلاثة اشهر من تاريخ استلامها اي اربعة اشهر من الان، فماذا ستفعل الادارة المالية لهذا المشروع؟

سيكون البديل الاول المتوفر لها عمل لا شيء الان وذلك بانتظار استلام الفرنكات بعد شهر، حيث يتم وبعد استلام هذه الاموال استثمارها على اساس السعر الذي سيكون معروضا في تلك الفترة، والمخاطرة التي ستترتب على هذا الاجراء هو الانخفاض الذي قد يحصل على سعر الفائدة فاذا انخفض هذا السعر خلال الشهر فان هذا سيعني مردودا اقل من المردود الذي كان من الممكن الحصول عليه.

(٢) ان تكلفة البديل الاول البالغة ٣٪ تمثل الهامش السالب بين عمليتي الاقتراض والاقراض بينما تمثل تكلفة البديل الثاني البالغة ٢٪ الخسارة الناتجة عن عملية التبديل وهي محسوبة على اساس

$$\%2 = \frac{100 \times 4 \times ,00675}{1,3500}$$

ولتجنب اية مخاطرة قد تنتج عن انخفاض سعر الفائدة فقد يتم اللجوء الى بديل اخر يعتمد على استثمار الاموال على اساس السعر الحالي المعروض، وحيث ان مثل هذه الاموال لن تكون متوفرة للاستثمار الا بعد شهر من الان فكيف سيتم ذلك اذن؟

لوكان سعر فائدة الفرنك السويسري لمدة شهر هو 6% سنويا ولمدة اربعة اشهر هو 7% سنويا فانه يمكن اقتراض الفرنكات السويسرية اليوم لمدة شهر على اساس 6% سنويا واستثمارها لمدة اربعة اشهر على اساس 7% سنويا بحيث يسدد المبلغ المقترض بعد استلام المبلغ المتوقع وسيكون المردود الصافي لهذه العملية 7,33% سنويا محسوبا كما يلي :

- مردود الاستثمار لاربعة اشهر

على اساس سعر الفائدة 7% سنويا $= 7 \times \frac{12}{3} = 2,333\%$

- تكلفة الاقتراض لشهر

على اساس سعر الفائدة 6% سنويا $= 6 \times \frac{12}{3} = ,500\%$

- المردود الصافي للعملية $= 1,833\%$

- المردود على اساس سنوي (١) $= 1,833 \times \frac{12}{3} = 7,33\%$

الفصل التاسع

References

Steiner, Bob, Foreign Exchange and Money Markets: Theory, Practise and Rosk, Butterworth-Heinemann: Oxford, 2002.

(١) يمكن احتسابه ايضا على اساس $1 \times 1/12 \times 12/3 = ,033 + 7 = 7,33$

الباب الثالث

المشتقات المالية
DERIVATIVES

الفصل العاشر

العقود المستقبلية FUTURES (CURRENCY & INTEREST RATE)

١- تطور أسواق العقود المستقبلية	FUTURES MARKET EVOLUTION
٢- الأصول المتعامل بها (العقود)	UNDERLYING ASSETS
٣- عملاء السوق : المتحوطون	HEDGERS
المضاربون	SPECULATORS
٤- تنظيم التعامل وهيئات الرقابة :	REGULATION (CFTC & NFA)
٥- المتعاملون في السوق :	MERKET ORERATIVES
أ- الشركات الوسيطة	BROKERS
ب- المتداولون في قاعة التداول	FLOOR TRADERS
ج- المستشارون	COMMODITY TRADING ADVISORS
٦- الهامش	THE MARGIN
٧- تسوية العقود	CONTRACT SETTLEMENT
- التسليم الفعلي	PHYSICAL DELIVERY
- التسوية النقدية	CASH SETTLEMENT
- مواعيد التسوية	SETTLEMENT DATES
٨- استراتيجيات الأستثمار	INVESTMENT STRATEGES
- التحوط في سوق العقود المستقبلية	HEDGING
- المضاربة في سوق العقود المستقبلية	SPECULATION

- الأستفادة من الفروقات بين العقود المختلفة (SREADING) للمضاربة

٩- مقارنة العقود الآجلة FORWARD مع العقود المستقبلية FUTURES CONTRACTS

تطور أسواق العقود المستقبلية:

تعود اصول أسواق العقود المستقبلية الى بدايات القرن التاسع عشر، اذ جاء تنظيمها نتيجة للعرض والطلب على المحاصيل الزراعية، وما يترتب على طبيعة هذه السلع من تقلبات حادة في الأسعار. فالمزارع كان يأتي بمحصوله الى السوق الآنية حيث كانت تنخفض الأسعار الى الحضيض في مواسم الحصاد نتيجة لضخامة العرض وترتفع بشدة في موسم الربيع حيث يزيد الطلب كثيراً عن العرض. ومن هنا فقد تطور السوق الآني الى سوق آجل حيث كان يتم الأتفاق على السعر في موعد محدد ليصار الى تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق العقود المستقبلية وهو سوق شديد التنظيم والمراقبة يشترط بث اسعارالشراء والبيع للأصول المتداولة فيه الكترونيا على مدار الساعة وفي جميع انحاء العالم.

فبغض النظر عن موقعه الجغرافي يستطيع المتحوط او المضارب واي انسان آخر سواء اكان مزارعا ام صانعا او رجل مصارف في نفس الوقت الحصول على نفس الكم المطلوب من المعلومات لأتخاذ قرار الشراء او البيع، وما عليه عندئذ سوى الأتصال بالوسيط المعتمد لديه لترتيب عملية الشراء او البيع. وقد يكون الشخص المقابل لقرارنا بالشراء احد المنافسين الذي يخالفنا الرأي او احد متداولي القاعة او احد المضاربين.

الأصول المتعامل بها (العقود)

وتعتبر اسواق شيكاغو (مجلس تجارة شيكاغو Chicago Board of Trade) وبورصة شيكاغو (Chicago Merchntile Ex.) اهم اسواق العقود المستقبلية في العالم حيث يتم من خلال المزاد المستمر تزويد المستثمرين باخر المعلومات حول

العرض والطلب واسعار ثلاث مجموعات رئيسية من الأصول هي : السلع الأساسية، والأوراق المالية، والعملات العالمية.

وسنتعرض في هذا الفصل للعقود المستقبلية للأوراق المالية والعملات الأجنبية الرئيسية فقط.

العقود Contracts

تتميز جميع العقود المستقبلية Futures Contract سواء كانت للتعامل بالسلع الأساسية مثل المعادن والحبوب واللحوم أو الأوراق المالية مثل سندات الخزينة الأمريكية او سندات الوكالات الحكومية او العملات العالمية الرئيسية بكونها على نفس النمط، فلكل مجموعة من العقود شروط موحدة تمليها بورصة التعامل ولا فرق بين عقد وآخر سوى السعر وموعد الأستحقاق، ويرجع ذلك الى كون الطرف المقابل في عملية الشراء والبيع هو بورصة التعامل نفسها. ومن الطبيعي ان تراعي تلك العقود مصلحة البورصة والمتعاملين فيها على حد سواء في ظل الأنظمة التي تحكم التعامل بحذافيره.

وتعتبر البنود التالية من اهم بنود العقد المستقبلي :

- وحدة التعامل Trading Unit، وتمثل قيمة العقد مثل 100,000 دولار القيمة الأسمية لسندات الخزينة الأميكية في موعد الأستحقاق.
- البدائل المقبولة للأستلام Deliverable Grades مثل موعد استحقاق لا يقل عن 6 سنوات ولا يزيد عن 10 سنوات اعتباراً من اول يوم من شهر الأستحقاق بالنسبة للسندات مثلاً، حيث تتحدد قيمة العقود بناء على السعر المستقبلي مضروبا بعامل تحويل Conversion Factor مضافاً اليه

الفوائد المتحققة. ويتحدد معامل التحويل على اساس تحقيق عائد استحقاق مماثل لجميع السندات المتداولة والتي قد تحمل اسعار فائدة (كوبونات) مختلفة.

- حجم الحركة في السعر Tick Size وتبلغ نصف 1/32 من النقطة مدورة الى اقرب سنت اي 1/64 وتبلغ في حال سند قيمته الأسمية 100,000 دولار 15/63 دولار وتبلغ في حال عقد ذهب مستقبلي مقداره 100 اونصة 10 دولارات.

- تسمية السعر: تتم التسمية على اساس النقاط (1000 دولار) مضافا اليها نصف 1/32 من النقطة مثلاً 16-84 تعني 16/32-84 وتعني 165-84 ما يساوي 16.5/32-84.

- اشهر الأستحقاق **Delivery Months**

مارس، يونيو، سبتمبر، ديسمبر، ويشار اليها برموز (احرف ابجدية) كما هو مبين في الشكل (10/1).

Contract Months Symbols

(شكل ١٠/١)

January	F	July	N
February	G	August	Q
March	H	September	U
April	J	October	V
May	K	November	X
June	M	December	Z

- آخر يوم تعامل: Last Trading Day

يوم العمل السابع الذي يسبق اخر يوم عمل في شهر الأستحقاق.

- آخر يوم للتسليم: Last Delivery Day

آخر يوم عمل في شهر الأستحقاق .

- طريقة التسليم :

قيد الكتروني لدى بنك الأحتياط الفدرالي (البنك المركزي الأمريكي) .

- ساعات التعامل :

التعامل في القاعة : 20 : 7 - - : 14 توقيت شيكاغو من الأثنين الى الجمعة .

التعامل الألكتروني : -,8- -,16 توقيت شيكاغو من الأحد وحتى الجمعة .

- الأعلان الألكتروني المختصر : .Ticker Symbol:TY

حدود تقلبات الأسعار اليومية : Daily Price Limits

تضع البورصات عادة حدوداً للتغيير في السعر بحيث لا يمكن للسعر ان يتجاوز حداً اقصى او يهبط دون حد ادنى خلال يوم التعامل وتتكون هذه الحدود من اسعار اغلاق اليوم السابق مضافاً اليها او مطروحاً منها عدد محدد من الدولارات، حيث يتوقف التعامل عند وصول اي من الحدين ويستأنف من الحد الذي وصله في يوم العمل التالي .

وتوقف البورصات العمل بحدود التقلبات في شهر الأستحقاق حيث تميل اسعار العقود المستقبلية الى التذبذب . . .

ويهدف وضع الحدود الى ادخال المزيد من الأستقرار للتعامل في البورصات واتاحة الوقت امام جميع المستثمرين لأتخاذ القرار في ظل توفر نفس المعلومات الى جميع المتعاملين .

حدود المراكز Position Limits

كما وتقوم البورصات بناء على تعليمات (Commodity Futures Trading

Commission (CFTC) بوضع حد أقصى لعدد العقود التي يجوز لأي شخص أن يحملها. وتهدف هذه الحدود الى الحيلولة دون تمكين الصناديق الكبرى والتي تتعامل بمليارات الدولارات من التأثير على اسعار السوق.

٣- عملاء السوق:

أ - المتحوطون

ان الهدف الرئيسي لسوق العقود المستقبلية هو ضمان آلية كفوءة وفعالة لادارة مخاطر تقلبات الأسعار. فعقود الشراء والبيع المستقبلية تحدد مستوى اسعار الأصول المتعامل بها الآن ليصار الى تسليمها واستلامها في وقت لاحق. وهذا يتيح للأفراد والشركات تحديد وتأمين مستوى الكلفة لديهم بغض النظر عن تقلبات الأسعار.

فاذا كان على احد الأفراد او الشركات تسديد مبلغ مليون يورو تستحق الدفع بعد ٦ أشهر ورغب هؤلاء بتثبيت كلفة اليورو من الآن تخوفاً من ارتفاع سعر اليورو خلال الفترة المذكورة. فبامكانهم شراء عقود يورو مجموع قيمتها مليون يورو تستحق بعد ٦ أشهر، فاذا ارتفع سعر اليورو كما كان متوقعاً سوف يغطي ربح العقود الكلفة الأضافية اما اذا ما انخفض سعر اليورو فسوف تعادل خسارة العقود المستقبلية الأنخفاض الناتج في الكلفة. اي ان الكلفة تبقى ثابته في جميع الأحوال.

وتظهر الحاجة الى التحوط في جميع انواع التجارة والأعمال فالمقترض الكبير بحاجة لحماية نفسه من ارتفاع اسعار الفائدة، والمستثمر او المقرض بحاجة لحماية نفسه من انخفاض اسعار الفائدة او اسعار الأسهم. ومنتجو الحبوب واللحوم المعلبة والمجوهرات بحاجة الى حماية اسعار منتجاتهم من

تقلبات اسعار المعادن الثمينة والسلع وذلك بتثبيت الكلفة على النحو المذكور أعلاه .

وباتخاذ قرار التحوط يتنازل المتحوط مسبقاً عن امكانية استفادته من حركة الأسعار المربحة له . فهو يستطيع ان يحمي كلفته وهامش ربحه فقط وبهذه الحالة لا يتحمل اية مخاطر غير عادية .

ب- المضاربون

أما المستثمرون المضاربون فيسعون الى حمل المخاطر التي يرغب المتحوطون تلافيها . فلا يهمهم استلام و تسليم الأصول المتعاقد عليها وينصب جل اهتمامهم على الأستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة ، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع اسعارها وبيع تلك المتوقع ان تنخفض اسعارها .

وبالنظر لكون العقود المستقبليه بطبيعتها تتميز بدرجة عالية جداً من الرفع المالي حيث قد تتجاوز نسبة الرفع أكثر من ٥٠ ضعف راس المال المستثمر به في بعض الأحيان والحالات ، فانه يترتب على ذلك ارتفاع حاد في العلاقة بين العائد والمخاطرة . اذ قد يحقق مستثمر عائداً قد يصل الى 100% من قيمة رأسماله المستثمر في اقل من اسبوع اذا ما اتجهت الأسعار حسب توقعاته في حين انه قد يخسر كامل راسماله اذا ما اتجهت الأسعار في اتجاه معاكس لتوقعاته . وهذا يجعل من العقود المستقبليه لأغراض المضاربة اداة استثمار شديدة المخاطرة لا يقربها الآمن لديه نزعة للمخاطرة آو من يستطيع الحصول على كم اضافي من المعلومات عن طريق التحليل والمتابعة المستمرة للسوق ، وهم المعروفون بالخبراء ومدراء الأستثمار

ومستشاري الأستثمار في العقود المستقبلية.

٤- تنظيم التعامل في سوق العقود المستقبلية

يخضع التعامل بانواعه كافة الى تنظيم ورقابة "هيئة تجارة السلع المستقبلية" Commodity Futures Trading Commission (CFTC)، وهي هيئة تنظيمية مستقلة تابعة الى الحكومة الفدرالية الأمريكية. وهي مسؤولة عن تطبيق احكام قانون بورصات السلع Commodity Exchange Act من خلال انظمة وتعليمات تفصيلية تحكم التعامل والمتعاملين في بورصات العقود المستقبلية. ومن جهة اخرى يجب على جميع تجار العقود المستقبلية والوسطاء ان يكونوا اعضاءا في "هيئة العقود المستقبلية الوطنية" National Futures Association (NFA)، وهي نقابة تعمل على تنظيم صناعة العقود المستقبلية من حيث اخلاقيات واصول واعراف التعامل الذين يضمنون ثقة جمهورالمتعاملين بعدالة التعامل في سوق العقود المستقبلية وتخضع هذه النقابة لأشراف CFTC، وخاصة فيما يتعلق بالتعليمات التي توجهها الى تجار العقود المستقبلية والوسطاء والمستشارين وكل من له علاقة بخدمة عملاء البورصة. ولهذه الغاية تستعين النقابة بمراقبين ومحققين ميدانيين للتأكد من احترام جيع المتعاملين لأخلاقيات وتعليمات التعامل، حيث يخضع المخالفون منهم الى دفع الغرامات أو الشطب من المهنة، او الأحالة الى النائب العام لاتخاذ الأجراءات الجزائية اللازمة بحقهم والتي قد تتضمن الحبس.

هذا وتتولى كل من البورصات المعنية بشكل مستقل عن NFA و CFTC متابعة التزام جميع المتعاملين فيها بالأنظمة والقوانين واصول التعامل.

٥- المتعاملون في السوق

أ - الشركات الوسيطة Brokers

لا يستطيع اي شخص ان يشتري او يبيع اي عقد مستقبلي الا من خلال الشركات الوسيطة Broker حيث لا بد للعميل ان يحتفظ بحساب لدى الوسيط يدفع من خلاله قيمة العقود المشتراه وتقيد فيه عائدات بيع العقود. وحسب تعليمات CFTC يجب فصل جميع حسابات العملاء عن حساب الوسيط نفسه Segregated Account حيث يتم ايداع اموال المستثمرين لدى بنك مرخص ويفوض المستثمر الوسيط المعتمد بموجب وكالة خاصة محددة بتنفيذ عمليات الشراء والبيع من خلال هذا الحساب دون اعطاءه اي حق بالسحب من الحساب لأي غاية أخرى، وينفذ الوسطاء اوامر الشراء والبيع في قاعة التداول في البورصة.

ب- المتداولون في قاعة البورصة Floor Traders (Locals)

يتولى المتداولون في القاعة ويطلق عليهم لقب "المحليون" شراء وبيع العقود المستقبلية لحسابهم الخاص في قاعة التداول. فاذا لم يتوفر بائع او مشتري لطلب شراء او بيع في اي وقت من الاوقات يتولى المحليون صنع السوق وتوفير الجهة المقابلة للصفقة، حيث يعمل هؤلاء على شراء ما باعوه او بيع ما اشتروه في الدقائق التي تلي صفقة صنع السوق. لهذا يتميز المحليون بتزويد السوق بشكل مستمر بالسيولة اللازمة لعمله بسهولة ويسر. الا انه لا يوجد ما يجبرهم على صنع السوق، فهم يعملون باستقلال تام وفق مصلحتهم الخاصة.

ج- مستشارو تجارة السلع CommodityTrading Advisors

ان مستشار تجارة السلع هو شخص طبيعي او شركة يتولى تقديم النصح

والتوصيات لعملائه من المستثمرين في العقود المستقبلية. ماذا يشترون او يبيعون، متى يخرجون من السوق الخ . . . ويقدم المستشار نصائحه لكل من عملائه بشكل مستقل يعتمد مباشرة على اهداف المستثمر ومنهم من لديه فلسفته واستراتيجيته الخاصة به، وفي هذه الحالة ينتقي المستثمر المستشار الأقرب الى تحقيق اهدافه، والذي يقوم في هذه الحالة ببث توصياته عبر البريد الألكتروني او الفاكس أو رسائل الهاتف المحمول SMS.

هذا ويجب على المستشار ان يكون مسجلاً لدى NFA و CFTC التي تحرص على تقديمه لوثيقة افصاح Disclosure Document، لجميع عملائه، حيث تتضمن هذه الوثيقة خبرة المستشار وسجل انجازاته الماضيه والحاضرة واتعابه.

٦- الهامش

لقد سبق وذكرنا انه على المستثمر الذي يرغب بالتعامل بالعقود المستقبليه انتقاء شركة وسيطة تتولى تنفيذ تعليماته بالشراء او البيع. وتشترط الشركة الوسيطة ان يودع المستثمر مبلغاً من المال يسمى Initial Margin او الهامش الأولي، يجب الا يقل عن نسبة الهامش التي تحددها بورصة التعامل، لكل نوع من العقود المستقبليه وغالباً ما يشترط الوسيط مبالغ اكبر خاصة عند بداية التعامل.

ويعتبر الهامش في العقود المستقبلية وديعة نقديه تضمن حسن نية والتزام المستثمر بتغطية ما قد يلحق به من خسارة في حال تحرك السوق بشكل معاكس لتوقعاته. حيث يتم تقييم حساب المستثمر على اساس اسعار اغلاق السوق في

نهاية كل يوم تعامل Mark To Market ويقيد الربح لحسابه كما وتقيد الخسارة على حسابه يوميا. فاذا ادت الخسائر المقيدة في نهاية يوم التعامل الى انخفاض الهامش عن الحد الأدنى الذي تشترطه البورصة أو الوسيط يتلقى المستثمر من وسيطه مطالبه بزيادة الهامش وذلك بتحويل المزيد من المال لحسابه خلال 24 ساعة وتسمى هذه المطالبة Margin call يكون الهدف منها صيانة حساب الهامش Maintenance Margin فاذا لم يتمكن المستثمر من صيانة هامشه لدى الوسيط يتم تصفية حساباته وتزويده بشيك اذا كان رصيده بعد التصفيه دائنا. او تتم مطالبته بتغطية الرصيد اذا كان مدينا.

بالنظر لأرتفاع درجة الرفع المالي في سوق العقود المستقبليه، نلاحظ ان الهامش المطلوب قد لا يزيد عن 2% - 10% من قيمة العقود المستقبلية القائمة. اي ان المستثمر يستطيع بهامش مقداره 2000 دولار فقط شراء أو بيع عقود مستقبليه قيمتها 50,000 دولار، او أكثر.

٧- تسوية العقود Physical Delivery and Cash Settlement

يحق للمستثمر ان يسوي عقده المستقبلي نقداً او بالأستلام او التسليم الفعلي للأصول المشتراه او المباعه. وفي غالبية الحالات تجري تسوية العقود المستقبلية نقداً. اما في حال رغبة المستثمر بالأستلام الفعلي فيتم ذلك من خلال تزويده بوصولات ايداع في المخازن Warehouse Receipt في حال السلع الأساسية، حيث تعتبر وصولات المخازن ادوات مالية قابلة للتداول.

ان الهدف من التسليم الفعلي هو ضمان توحد السعر الآني مع السعر المستقبلي في يوم الأستحقاق، اذ ان هذا التوحد Convergence هو الذي يضمن استراتيجية التحوط. ويجب الا ننسى ان الهدف الأساسي لتطور سوق العقود

المستقبليه هو كونها وسيلة لضمان استقرار الأسعار في اطار تنافسي قوي وليس استلام وتسليم الأصول المتداولة فيها. هذا ويضمن قانون السعر الواحد من خلال عمليات الأربتراج/ المراجحة توحد الأسعار، حيث يعمل المستثمرون على شراء السعر المنخفض وبيع السعر المرتفع الى ان يتوحد السعران.

مواعيد التسوية

وتحدد كل من البورصات مواعيد تسوية العقود المستقبلية من خلال تحديد أشهر الأستحقاق، اخر يوم لتداول العقد، اخر يوم للأستلام والتسليم (التسوية). ففي حال الأوراق المالية -الأسهم والسندات) تعتمد الأشهر الممثلة لربع السنة: مارس، يونيو، سبتمبر وديسمبر كما وتعتمد هذه الأشهر في حال معظم عقود العملات الأجنبية باستثناء البيزو المكسيكي والريال البرازيلي وراند جنوب افريقيا حيث يتم التعامل بها في جميع اشهر السنة.

أما بالنسبة لعقود مؤشرات الأسهم المستقبلية مثل Nasdq-100 فتتم التسوية في ثالث يوم جمعة من شهر الأستحقاق.

ويعتبر اخر يوم تعامل في الشهر يوم تسوية عقود السندات، حيث يتوقف تبادل عقود السندات في يوم العمل السابع الذي يسبق موعد الأستحقاق في حين يعتبر ثالث يوم اربعاء في أشهر الأستحقاق يوم تسوية عقود العملات الأجنبية.

٨- استراتيجيات الأستثمار

- التحوط في سوق العقود المستقبلية المالية

(Hedging in the Financial Futures Market)

من المعروف في مجال الاستثمار أن سعر السند هو مرآة لسعر الفائدة وأن قيمة الاثنين متعاكستين، وأن منحنى المردود يصور العلاقة بين سعر الفائدة وتاريخ

الاستحقاق وكل نقطة على هذا المنحنى تمثل المردود عند مدة محددة لهذا السند.

ومنحنى المردود الموجب (Positive Yield Curve) يحدث عندما تكون أسعار الفائدة للمدد الطويلة أعلى منها للمدد القصيرة، في حين أن منحنى المردود السالب (Negative Yield Curve) على عكس ذلك، يحدث عندما تكون أسعار الفائدة للمدد القصيرة أعلى منها للمدد الطويلة، وهو ما يحدث خلال فترات التضخم عندما يدفع الطلب المتزايد على الاموال أسعار الفوائد للآجال القصيرة لأعلى، أما منحنى المردود الثابت أو المتماثل (Flat Yield Curve) فيحدث عندما يسود نفس سعر الفائدة لمختلف الآجال.

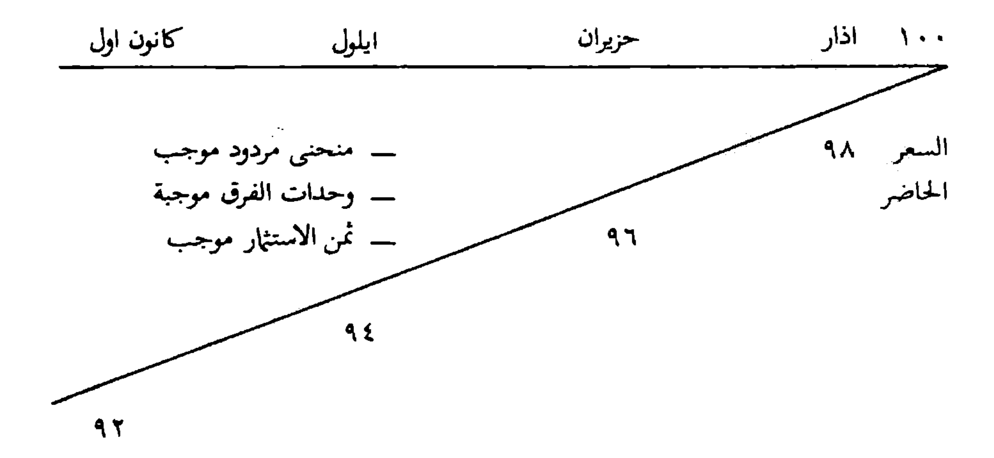
وان فهم هذه العلاقات بين السعر والمردود امر ضروري لفهم التحوط أو الحماية (Hedging) في سوق العقود المستقبلية/ المالية الذي تستطيع البنوك ومؤسسات الاستثمار والادخار والمتعاملون في السندات والمدراء الماليون للشركات والمؤسسات والحكومات المحلية والمركزية من خلاله تخفيف المخاطر التي قد يتعرضون لها نتيجة التذبذب في اسعار الفوائد.

فالمدير المالي لشركة ما يخطط لاقتراض مبلغ من الدولارات من خلال اصداره لسندات يستطيع التحوط في سوق العقود المستقبلية ضد اتجاه اسعار الفوائد لأعلى الذي سيؤدي الى انخفاض اسعار سنداته وذلك بحماية السعر الذي سيبيع عليه سنداته، ويستطيع المدير المالي الذي يتوقع استلام مبلغ من الدولارات في نهاية العام وينوي استثماره في سندات خزينة مثلا التحوط ايضا ضد الانخفاض المتوقع في اسعار الفوائد اي الارتفاع في اسعار السندات وذلك لحماية استثماره بتاريخ استلام الاموال، كما يستطيع متعامل بالسندات لديه مخزون كبير منها لاغراض اعادة بيعها في المستقبل، التحوط في سوق العقود المستقبلية ضد الارتفاع المتوقع في اسعار الفائدة الذي قد يؤدي الى انخفاض اسعار مخزونه من هذه السندات.

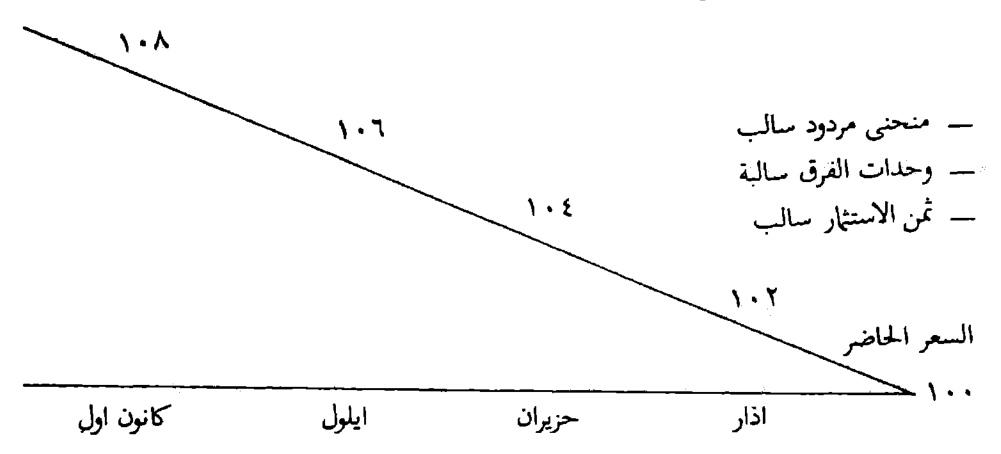
اذن تقوم فكرة التحوط أو الحماية (Hedging) في سوق العقود المستقبلية على اساس شراء أو بيع عقود مستقبلية للحماية ضد احتمال متوقع لتغيير الاسعار، وهذا التحوط يتم عادة بمقابلة اوضاع حالية في السوق الحاضر (Cash Market) بأوضاع مقابلة في العقود المستقبلية (Futures Cotracts) .

فلو ان شخصا ما يرغب في عملية شراء من السوق الحاضر في فترة قادمة فان يستطيع ان يثبت سعراً أو مردوداً مقبولاً وذلك بشراء عقود مستقبلية الان بحيث اذا ارتفع السعر في السوق الحاضر في تلك الفترة (أي انخفض المردود) فان اية خسارة تحصل نتيجة ذلك ستقابل بارباح تتحقق عند بيعه لهذه العقود بربح .

ان الفروقات بين السوق الحاضر والسوق المستقبلي قد تكون موجبة وقد تكون سالبة، وهذا يعتمد بطبيعة الحال على ما اذا كان السعر الحاضر اعلى أو أقل من السعر المستقبلي اي اذا كان منحنى اسعار الفائدة عاديا (موجبا) أو سالباً، وفي سوق العقود المستقبلية/ المالية فان سعر الأجل البعيد (Distant Futures) يكون اقل من سعر الأجل القريب (Nearby Futures) هذا بالاضافة الى ان الاسعار المستقبلية عادة ما تكون اقل من الاسعار الحاضرة، مما يعني منحنى مردود موجبا لأنه يعني ارتفاع سعر الفائدة كلما طالت المدة وانخفاضها كلما قصرت، وبالتالي فان وحدات الفرق بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي تكون موجبة وثمن الاستثمار ايضا يكون موجبا (Positive "Cost to Carry")، وبالنظر للأستفادة من فرق الفائدة .



اما اذا كانت وحدات الفرق بين السوق الحاضر والسوق المستقبلي سالبة (Negative Basis) فان هذا يعني ان الاسعار الحاضرة اقل من الأسعار المستقبلية وبالتالي فان منحنى المردود في هذه الحالة سيكون سالبا وثمن الاستثمار سيكون سالبا ايضا (Negative "Cost to Carry") .



فلو فرضنا ان مديراً مالياً لديه في ١/ ٣ مليون دولار سندات خزينة عشرين سنة 8,75% ، بسعر 26، 94 تعطي مردودا 9,25% وهو يتوقع ارتفاع اسعار الفوائد خلال شهر فانه ولحماية موجوداته من ارتفاع اسعار هذه لفوائد وبالتالي انخفاض قيمة محفظته سيقوم بتحوط قصير، حيث سيبيع عقود مستقبلية للسندات التي بحوزته بسعر 28,86 مثلا ، فلو ارتفعت اسعار الفوائد في 3/31 فعلا وبالتالي انخفضت قيمة السندات فان المدير المالي ولمقابلة بيعه للعقود المستقبلية سيقوم بشراء عقود مستقبلية جديدة بسعر 79,26 مثلا وبالتالي سيحقق ربحا مقداره -/ 70,625 دولار ريكون بذلك قد تحوط ضد هذا الانخفاض في قيمة محفظته .

المضاربة في سوق العقود المستقبلية/ المالية :
(Speculating In The Financial Futures Market)

يمكن للمضاربة في سوق العقود المستقبلية ان تعطي مردودا مناسبا اذا ما درست

خطواتها بعناية كبيرة ودقيقة، فعلى المتعامل الذي يرغب في المضاربة اولا وقبل كل شيء ان يعرف مقدرته المالية لتحمل المخاطرة التي قد تنشأ عن عملية المضاربة ومن ثم يضع لنفسه خطة تعامل مدروسة يسير عليها.

والمضارب الخبير يأخذ بحسبانه دائما ان اي مبلغ يضارب به في كل عملية على حدة يجب ان لا يمثل الا جزأ صغيرا من مجموع الاموال التي يتعامل بها. ولان ظروف السوق تتغير بشكل سريع وكبير فان الحاجة للاستجابة الفورية الى التغيرات العكسية في اسعار العقود المستقبلية يجب ان تتم بسرعة وبدون اية مغالاة، والتنبوء الناجح بالاسعار يعتمد على خصائص وموضوعية وخطة عمل المتعامل.

ويمكن هنا تصنيف المضاربين في سوق العقود المستقبلية اما بالنسبة الى طرقهم في التنبوء بالاسعار أو الى المراكز التي يحتفظون بها أو الى طرقهم في التعامل، وفي هذا المجال نذكر الانواع التالية من المضاربين:

* المتعاملون بالتذبذبات (The Scalpers): وهم الذين يشترون ويبيعون باستمرار للاستفادة من حركات الاسعار الصغيرة في السوق (Ticks) عن طريق التعامل بالمبالغ الكبيرة.

* المتعاملون اليوميون (The Day Traders): وهم الذين يحتفظون بمراكز خلال فترة التعامل والتي عادة ما تكون يوما واحدا فقط حيث لا يحتفظون بمراكز لاكثر من ليلة واحدة.

* المتعاملون بالمراكز (The Position Traders): وهم المتعاملون الذين يحتفظون بمراكز قد تستمر لايام، اسابيع، أو أشهر. فبينما نجد المتعاملين بالتذبذبات والمتعاملين اليومين يهتمون بحركات الاسعار قصيرة الاجل، نجد المتعاملين بمراكز يهتمون بحركات الاسعار التي تحدث كنتيجة لتغيرات العرض والطلب.

* المتعاملون بالهوامش (The Spreaders): وهم المتعاملون المهتمون باختلاف اسعار الاستحقاقات المختلفة لنفس الاداة أو باختلاف الاسعار بين الاسواق المختلفة.

تحليل اتجاهات السوق للمضاربة:

ولتحليل اتجاهات السوق في عمليات المضاربة فانه يمكن استعمال عمليات التحليل الاساسي (Fundamental Analysis) لعوامل العرض والطلب أو عمليات التحليل الفني (Technial Analysis) وذلك باستعمال اللوحات والخرائط التي تبين حركات الاسعار الحالية والقديمة بالاضافة الى حركات اسعار الفوائد.

والمتعامل الذي يستعمل عمليات التحليل الاساسي يؤمن بأن معرفة سلوك عوامل العرض والطلب ستساعده في التنبوء لمعرفة حركات الاسعار، وعلى الرغم من ان عمليات التحليل الاساسي مبنية على اساسيات العرض والطلب الا ان هذه الاساسيات قد تكون عرضة للاخطاء الاحصائية وقد تعتمد على عمليات التقييم الموضوعي، لذلك نجد البعض يعتمد على عمليات التحليل الفني كأساس، ومن اهم ادوات هذا التحليل اللوحات والخرائط للأسعار (Charts)، ومحللو هذه الخرائط عادة ما يعتمدون على فرضية ان سلوك الاسعار تتبع نهوجا ثابتة يمكن الاعتماد عليها في التحليل.

ومن الادوات الاخرى لهذا التحليل موديلات التسلسل الزمني (Time Series Models) حيث يمكن عن طريقه تحليل ودراسة الكميات والمبالغ عبر الفترات الزمنية الحصول على معلومات مفيدة يمكن الاعتماد عليها.

عمليات الرفع (Leverage) للمضاربة:

على الرغم من ان متطلبات الهامش في العقود المستقبلية هي صغيرة نسبيا الا ان المتعامل يستطيع الاستفادة من حركة اسعار العقود بكامل مبالغها، وهذا ما يسمى بالرفع (Leverage)، فالرفع يقدم للمضارب الفرصة في عائد كبير نسبيا مقارنا بالهامش الضئيل الذي التزم به، فهو بذلك يسمح له بالاستفادة وبشكل كبير من التغيرات البسيطة في قيمة العقد.

فلو توقع المتعامل في 3/1 ان اسعار الفوائد سترتفع خلال الاشهر القادمة مما سيخفض اسعار السندات فهو سيعمل على ايداع الهامش المطلوب لاتمام التعاقد (مثلا 4000 دولار لكل عقد) وسيبيع عقدين مستقبلين مثلا بسعر -,67، وبعد اسبوعين اذا ارتفع سعر الفائدة كما توقع وانخفضت اسعار السندات الى66,25 فان هذا المتعامل سيعمل على تصفية وضعه بشراء قيمة العقدين محققا ربحا مقداره (750) دولاراً لكل عقد قيمته (100)[(١)] الف دولار أي (1500) دولار للعقدين محققا بذلك ربحا يعادل 18,75%[(٢)] خلال اسبوعين مقابل هامشه الاساسي الذي اودعه.

وكما انه يمكن للرفع ان يحقق الفرصة لربح كبير فانه ايضا يمكن ان يتسبب في خسارة كبيرة للمضارب.

---

(١) قيمة العقد × $\frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{قيمة العقد}}$ × 100 = $\frac{66,25 - 67 \times 100,000}{100,000}$ × 100 = 750

(٢) $\frac{1500}{8000}$ × 100 = 18,75٪

الاستفادة من الفروقات بين العقود المختلفة (Spreading) للمضاربة :

وهو اسلوب يستعمل من قبل المضاربين والمتحوطين معا يتضمن شراء وبيعاً في نفس الوقت لعقود مستقبلية مختلفةولكن لها صلة ببعضها البعض .

ففي سوق العقود المستقبلية فان الاشهر القريبة التسليم تسمى (Nearbys) والاشهر البعيدة التسليم تسمى (Deferreds) ويعمل المضاربون عادة على الاستفادة من الفروقات بين العقود في تواريخ استحقاقاتها المختلفة ، فنجد انه في اللحظة التي يشتري فيها المضارب عقداً مستقبلياً يمكن أن يبيع عقداً اخر متوقعا للفروق بين العقدين (The Spread) اما ان يقوى أو يضعف ليحقق له الربح المطلوب مع العلم بأن الاحتمال في ان لا يكون ذلك في صالح المضارب يبقى قائما ايضا .

فاذا توقع المضارب ان الفرق سيضعف (Spread Weakens) اي ان اسعار الاجال القريبة (Nearby Prices) تفوق اسعار الاجال البعيدة (Deferred Prices) وهو ما يسمى بالفرق الموجب (Positive Spread) . فان هذا المضارب يمكن ان يستفيد من بيع عقود الاجال القريبة وشراء عقود الاجال البعيدة .

اما اذا توقع المضارب ان الفرق سيقوى (Spread Strengthens) أي ان اسعار الاجال القريبة اقل من اسعار الاجال البعيدة وهو ما يسمى بالفرق السالب (Nega-tive Spread) فان هذا المضارب يمكنه ان يستفيد من شراء عقود الاجال القريبة وبيع عقود الاجال البعيدة .

٩- مقارنة العقود الآجلة Forward Contracts مع العقود المستقبلية Futuresالأسواق :

تعتبر العقود المستقبلية من ادوات الأسواق المالية لكون التعامل بها محصوراً في البورصات المرخصة في حين ان التعامل الآني والآجل يعتبر من أدوات

السوق النقدي Cash Market . وفيما يلي مقارنة لأهم نقاط الأختلاف الرئيسية بين هذين النوعين من الأدوات

عقود التعامل الآجل Forwards	العقود المستقبلية Futures
١- التعامل : مباشرة مع البنك (OTC)	١- من خلال البورصات المختصة
٢- العقود : يتم الأتفاق عليها لكل عقد على حدا	٢- عقود منظمة لكل فئة من الأصول المتعامل بها
٣- الجهة المقابلة : البنك/ الشركة المتعامل معها	٣- هيئة تقاص البورصة
٤- الرقابة والتنظيم : لا يوجد	٤- تنظيم ورقابة مستمرة من قبل CFTC و NFA
٥- الهامش : مبني على مخاطر العميل (أن وجدت)	٥- محدد من البورصة على اساس تقييم يومي Mark to Market
٦- انهاء العقد : غير ممكن الا من خلال الطرف المقابل	٦- ممكن بشراء او بيع عقد مقابل في نفس موعد الأستحقاق

المراجــع

الفصــل العـاشر:

References

Steiner, Bob, Foreign Exchange and Money Markets: Theory, Practise and Rosk, Butterworth-Heinemann:
Oxford, 2002.

الفصل الحادي عشر

التعامل بحقوق الخيار (Options)

١- مفهوم التعامل بحقوق الخيار	1- DEALING IN OPTIONS
٢- شراء حقوق الخيار	2- BUYING OPTIONS
٣- بيع حقوق الخيار	3- SELLING OPTIONS
٤- مكونات حق الخيار	4- OPTION COMPONENTS
٥- حق الخيار الأوروبي وحق الخيار الأمريكي	5- EUROPEAN AND AMERICAN OPTIONS
٦- شركة مقاصة حقوق الخيار	6- OPTIONS CLEARING CO.
٧- تقييم حقوق الخيار	7- OPTIONS PRICING
٨- العوامل التي تؤثر على اسعار عقود الخيار	8- FACTORS AFFECTING OPTION PRICES
٩- العقود	9- OPTION CONTRACTS
١٠- استعمال عقود الخيار في عمليات التحوط والحماية	10- HEDGING WITH OPTIONS
١١- حقوق الخيار والتعامل الاجل	11- OPTIONS AND FORWARD OREPATIONS

التعامل بحقوق الخيار (Options)

١- مفهوم التعامل بحقوق الخيار

يعتبر حق الخيار Option من المشتقات الماليه . اي ان قيمته تكون مشتقه من قيمة اصول حقيقية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والسلع .

وعقود الخيار هي بطبيعتها عمليات آجلة (Forwards) وعقود مستقبلية (Fu-tures) مع اختلاف هام وهو ان مشتريها يملك حق الخيار لاتمام العملية او الرجوع عنها، وبالتالي لا يكون بأي حال من الأحوال ملزما باتمامها . ونتيجة لتمتع المشتري بهذا الحق فان عليه ان يدفع للبائع مقدما وعند التعاقد علاوة معلنة تسمى (Premium) حيث تعتبر هذه العلاوة بمثابة ثمن حق الخيار .

وتقسم حقوق الخيار الى نوعين رئيسيين الأول يسمى خيار الشراء (Call Option) والثاني يسمى خيار البيع (Put Option) وتفاصيلها كما يلي :

٢- شراء حق ممارسة الشراء (Buying Call Option)

يملك المشتري في هذه الحالة حق شراء الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه Strike Price خلال فترة محددة من الزمن او بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب طبيعة حق الخيار .

- بيع حق ممارسة الشراء (Selling Call Option)

يعطي البائع هنا وعده لبيع الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه اذا تم طلبها من قبل المشتري خلال فترة محددة من الزمن، او بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب المتفق عليه بالعقد . ويكون البائع/ محرر العقد Option Writer في هذه الحالة ملزماً بالبيع حسب شروط العقد . ويتقاضى قيمة العلاوة/ ثمن العقد Premium مقابل هذا الألتزام .

٣- شراء حق ممارسة البيع (Buying Put Option)

حيث يملك المشتري في هذه الحالة حق بيع الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه خلال فترة محددة من الزمن او بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب طبيعة حق الخيار.

- بيع حق ممارسة البيع (Selling Put Option)

حيث يعطي البائع هنا وعده بشراء الكمية المتفق عليها وبالسعر المتفق عليه اذا رغب المشتري بالبيع خلال فترة محددة من الزمن او بتاريخ استحقاق عقد الخيار حسب المتفق عليه بالعقد. ويكون البائع/ محرر العقد Option Writer ملزماً بالشراء حسب شروط العقد ويتقاضى العلاوة (ثمن العقد) Premium مقابل هذا الألتزام.

يتضح مما سبق ان المشتري لعقود الخيار سواء كان مشتريا لحق ممارسة الشراء او مشتريا لحق ممارسة البيع هو الذي يملك خيار اتمام العملية سواء بشراء او ببيع الكمية المتفق عليها في العقد، في حين لا يملك البائع لهذه الحقوق سواء كان بائعا لحق ممارسة الشراء أو بائعاً لحق ممارسة البيع مثل هذا الخيار، وبالتالي فان عليه ان يقوم باتمام العملية المتفق عليها اذا اصر عليها المشتري، وفي مقابل ذلك فان البائع يستلم علاوة من المشتري عند توقيعه للعقد. ويلاحظ هنا ان شراء حق ممارسة الشراء وشراء حق ممارسة البيع يمنح المشتري فرصة الاستفادة من الارتفاع والانخفاض في الاسعار خلال فترة العقد مقابل دفعه مقدما لهذه العلاوة.

ويسمى السعر المتفق عليه في العقد والذي يستطيع مشتري حق خيار الشراء او مشتري حق خيار البيع ممارسة خياره على اساسه بسعر التنفيذ (Strike Price)

او (Exercise Price)، وقد يكون هذا السعر قريبا من السعر الآني يوم توقيع العقد او قد يكون سعراً اخرا مختلفا يختاره المتعامل من عروض الاسعار المتاحة حسبما يراه مناسبا له ولكل سعر ثمنه .

٤- مكونات حق الخيار

يوجد اربع مكونات لكل حق خيار وهي :

أ- الأصل الأساسي مثل سهم شركة معينة، او عملة اجنبية محددة .

ب- نوع حق الخيار، حق خيار شراء (CALL) او حق خيار بيع (PUT) .

ج- سعر تنفيذ ممارسة حق الخيار Exercise/ Strike Price .

د- موعد ونوع الأستحقاق .

فاذا نظرنا على سبيل المثال الى حق الخيار ABC November 100 Call Option، نرى ان ABC تمثل الأصل الأساسي وهو سهم، في حين يمثل November شهر الأستحقاق وتمثل ال 100 سعر التنفيذ/ الممارسة و CALL نوع حق الخيار .

٥- حق الخيار الأوروبي وحق الخيار الأمريكي

يوجد نوعان من حقوق الخيار فيما يتعلق بموعد الأستحقاق Expiration وهما حق الخيار الأوروبي وحق الخيار الأمريكي . فحق الخيار الأوروبي لا يجوز تنفيذه الا في يوم استحقاقه في حين يجوز ممارسة حق الخيار الأمريكي في اي وقت بعد شرائه . ويلاحظ ان معظم حقوق خيار الأسهم والعملات وعدد كبير من مؤشرات الأسواق غالباً ما تكون امريكية، الا انه يوجد كم معقول من حقوق خيار مؤشرات الأسواق الأوروبية .

٦- شركة مقاصة حقوق الخيار The Options Clearing Corporation (OCC)

تعتبر شركة مقاصة حقوق الخيار الضامن لجميع حقوق الخيار المتداولة في

البورصات المختصة بها. حيث تتولى هذه الشركة التأكد من وفاء جميع الأطراف بالتزاماتهم حال اتمام الصفقة. فاذا اردت ممارسة تنفيذ ABC November 100 Call Option المذكور سابقا، اقوم بابلاغ الوسيط Broker الذي يعلم ال OCC برغبتي حيث تتولى OCC انتقاء وسيط يحمل وضعاً قصيراً (Short Position) في ذلك الحق ويجب تغطيته، وتطلب منه تغطية الوضع، فعندئذ يطلب هذا الوسيط من احد محرري العقود المماثلة تقديم الأسهم موضوع العقد وتغلق الصفقة. ويتم انتقاء الوسطاء ومحرري العقود حسب الدور والأولوية First in First Out. وبالنظر للمخاطر الكبيرة التي يتحملها محرر حقوق الخيار، كما سنبين لاحقاً، تطلب منه شركة المقاصة OCCايداع هامش نقدي او خطاب ضمان حسن تنفيذ لضمان التزاماته بموجب العقد.

٧- تقييم حقوق الخيار At The Money, In The Money, Out Of The Money

تقوم اسواق حقوق الخيار باستعمال ثلاث مصطلحات لبيان مكانة (قيمة) حق الخيار بالنسبة لسعر الأصل الآني وهي At The Money, In The Money, Out Of The Money. ولتوضيح هذه المصطلحات دعنا نعود الى حق خيار ABC Novermber 100 Call Option. حيث يتبين ان سعر تنفيذ الشراء المحدد في العقد هو 100دولار. فاذا كان سعر سهم ABC في السوق 100دولار، يطلق على حق الخيار عبارة At The Money وتعني انه لا يوجد ربح او خسارة في قيمة حق الخيار. اما اذا كان سعر السهم الآني 102دولار فيعتبر حق الخيار في هذه الحالة In The Money حيث يستطيع حامله تحقيق الربح اذا ما مارس حق الخيار واشترى السهم بمبلغ 100دولار وباعه في نفس الوقت بمبلغ 102دولار. اما اذا كان سعر السوق يقل عن سعر التنفيذ، 98 دولار مثلاً، فيعتبر حق خيار شراء سهم Out Of The Money ABC، حيث سيحقق تنفيذه خسارة كامله.

ويجب ان نسارع الى القول ان حق خيار الشراء يعاكس تماما حق خيار البيع

كما هو مبين في الشكل (١ / ١١)، اذ انه في حق خيار البيع يحقق حامل العقد خسارة في حال ارتفاع سعر السهم ولايحقق الربح الا في حال انخفاض سعر السهم . وعليه فاذا ارتفع سعر سهم ABC الى 102 فان حامل حق البيع سيحقق خسارة اذا ما مارس حقه اذ انه سيبيع السهم بمبلغ 100 دولار وسعره في السوق 102 وعليه يعتبر حق خيار Out Of The Money عند سعر 102، في حين انه لو انخفض سعر السهم الى 98 فسوف يحقق حامل حق خيار البيع ربحاً (بيع بمبلغ 100وشراء بمبلغ 98) وعليه يعتبر حق الخيار البيع In The Money عند سعر 98 دولار للسهم. اما عند سعر 100 دولار للسهم فيكون حق خيار البيع مثل حق خيار الشراء At The Money .

الشكل (١/ ١١)

EURO fx Options — Pit-Traded prices as of 08/25/2003 — EUR/USD spot 1.09

EURO fx Options (Call)	CALLS					PUTS				
mth/strike	sept	oct	nov	dec		sept	oct	nov	dec	
1070	0.0205			0.0312	IN	0.0018	0.0081	0.0122	0.0154	OUT
1080	0.0133	0.0174		0.0256	IN	0.0048	0.0114	0.0165	0.0188	OUT
1085	0.0103	0.0147			IN	0.0051	0.0138	0.0198	0.022	OUT
1090	0.0071	0.0132	0.0175	0.0208	AT	0.0075	0.0159	0.0204	0.0237	AT
1095	0.0058	0.0104		0.0188	OUT	0.0113	0.0188		0.027	IN
1100	0.0037	0.0086	0.0136	0.0169	OUT	0.0144	0.0217	0.0272	0.0295	IN

أ- القيمة الذاتية والقيمة الزمنية Intrinsic Value & Time Value

القيمة الذاتية : Intrinsic Value

تعرف القيمة الذاتية لحق الخيار على اساس الفرق بين سعر الأصل الأساسي (السهم) في السوق وسعر التنفيذ Strike Price، ففي حالة حق خيار الشراء Abc November 100 Call نرى انه اذا كان سعر سهم ABC في يوم التداول 102 دولار (اي انه In The Money) فتكون عندئذ قيمته الذاتية ٢ وهي الفرق بين 102و 100 وتمثل ربح الخيار، وتكون قيمة حق الخيار (Premium) في هذه الحالة ٢ دولار او اكثر .

ومن جهة اخرى فاذا كانت علاوة/ ثمن حق الخيار ABC November 100 Put تساوي ٣ دولارات وكان سعر سهم ABC 97 دولار فتكون القيمة الذاتية لحق خيار البيع هذا ٣ دولارات (100-97).

وفي حال كان سعر (Abc November 100 Call) 99 دولار اي اقل من سعر التنفيذ (Out of The Money) فتكون قيمته الذاتية صفراً.

اي انه لا يجوز باي حال من الأحوال أن تكون القيمة الذاتية سالبة. ونستطيع القول انه يكون لحق الخيار قيمة ذاتية فقط اذا كان وضعه In The Money.

ب- القيمة الزمنية Time Value

تتكون قيمة حق الخيار The Premium من مجموع القيمة الذاتية والقيمة الزمنية Option Price = Intrinsic Value + Time Value.

وبناء عليه تتكون القيمة الزمنية لحق الخيار من الفرق بين القيمة الذاتية وثمن/ قيمة حق الخيار Time Value= Option Price- Intrinsic Value.

فعلى سبيل المثال اذا كان ثمن حق الخيار ABC November 100 Call Option 4.5دولار وكان سعر السهم الآني 102 فتكون قيمته الذاتية كما بينا ٢ دولار وتكون قيمته الزمنية (4.5-2)=2.5 دولار اي الفرق بين ثمن حق الخيار وقيمته الذاتية. اما اذا كانت القيمة الذاتية صفراً (في حال كون حق الخيار (Out Of The Money) فيكون ثمن حق الخيار مساوياً لقيمته الزمنية.

ولا بد من التذكير هنا ان القيمة الزمنية تتضائل مع مرور الزمن واقتراب موعد الأستحقاق، حيث تصبح صفراً عند الأستحقاق.

ج - قوة التذبذب Volatility

تشمل القيمة الزمنية لحق الخيار قيمة ضمنية هي قيمة قوة التذبذب Option Price= Intrinsic Value + (Time Value +(Volatility)). حيث تقيس قوة

التذبذب مجال الحركة (التذبذب) في سعر الأصل الأساسي Underlying Asset خلال فترة محددة من الزمن. ويمثل الأنحراف المعياري لحركة سعر الأصل اليومية القياس لقوة التذبذب. فكلما زاد الأنحراف المعياري، اي كلما ازدادت قوة ذبذبة سعر الأصل كلما مال سعر حق الخيار للأرتفاع. لهذا تميل اسعار حقوق الخيار الى الأرتفاع خلال الفترات شديدة الذبذبة والى الأنخفاض عند ميل الأسواق الى الهدوء.

د- نموذج بلاك-شولز لتسعير حقوق الخيار
Black-Scholes Option Pricing Model

يوجد الآن عدة نماذج عملية لتسعير حقوق الخيار. انما القاعدة الأساسية للتسعير فقد وضعها بلاك وشولز في نموذجهما الأول عام 1973، اي قبل ان تصبح جقوق الخيار اداة واسعة الأنتشار. وقد طبق هذا النموذج بنجاح على تسعير حقوق الخيار الأوروبية. وقد تم تعديله لاحقاً ليلائم حقوق الخيار الأمريكية وامكانية ممارستها في اي وقت بعد اصدارها. ومنذ ذلك الوقت تم استحداث عدة انواع من النماذج اكثرها شيوعاً نموذجي Cox Rubinstein Models و Yates.

٨- العوامل المؤثرة على سعر حق الخيار

مما ورد اعلاه يتبين ان سعر حق الخيار يتأثر (بأربعة عوامل) رئيسية وعاملين ثانويين هما:

العوامل الرئيسية:

- سعر الأصل الأساسي (سواء كان سهماً او عملة او سنداً وغيره)
- سعر تنفيذ حق الخيار نفسه
- الوقت المتبقي حتى استحقاق حق الخيار

- قوة ذبذبة سعر الأصل الأساسي

العاملان الثانويان :

- سعر الفائدة (عديم المخاطرة) الجاري وعادة ما يكون سعر اذونات الخزينة الأمريكية لأجل 90 يوماً.

- نسبة توزيع الأرباح اذا كان الأصل الأساسي سهما.

٩- عقود حقوق الخيار : Options Contracts

على غرار العقود المستقبلية Futures تتولى البورصات اعداد عقود حقوق الخيار بشكل نمطي موحد، ولعل اهم ما يميز هذه العقود بالنسبة للمستثمرين الشروط التالية :

أ - اعلان الأسعار :

تعلن اسعار حقوق الخيار على اساس وحدة واحدة من الأصل الأساسي، حيث تحدد البورصة كمية الأصل الأساسي المكونة لعقد حق الخيار مثل 100 سهم، او 100 اونصة ذهب، او 61,500 جنيه استرليني او 125,000 يورو. وعلى المستثمر في هذه الحاله احتساب ما يجب دفعه بضرب سعر الاصل المعلن لكل سعر تنفيذ بالكمية التي تحددها البورصة لذلك الأصل.

فاذا كان سعر حق خيار ABC November 100 Call يساوي 4.5 دولار فان قيمة حق الخيار هذه تكون 4.5x100=450 دولار، واذا كان سعر حق خيار Eurofx Sept. 1,090 Call Option اي حق خيار شراء 125,000يورو بسعر تنفيذ 1.090 دولار لكل يورو في شهر سبتمبر يساوي 0.0065 فتكون علاوة حق الخيار هذا 125,000 x 0.0065=812.5 دولار.

ب- مواعيد الأستحقاق :

تستحق معظم عقود حقوق خيار شراء وبيع الأسهم في الولايات المتحدة في يوم الجمعة الثالث من شهر الأستحقاق، اما بالنسبة لحقوق خيار شراء وبيع اسعار الفائدة والعملات فتستحق في ثالث يوم اربعاء من شهر الأستحقاق حيث يتوقف التعامل بها قبل يومي عمل من موعد الأستحقاق وذلك في الساعه ١١ صباحاً من اليوم الأول .

ج- حدود تقلبات الأسعار :

وعلى غرار العقود المستقبلية قد تفرض بورصات التعامل حدوداً قصوى لتذبذب اسعار حقوق خيار الأسهم، الا انه في العادة لا تفرض حدوداً على حقوق خيار العملات واسعار الفائدة بسبب ارتباطها بالسوق الأنية والتي لا تخضع الأسعار فيها لأية حدود .

د- الأدراج :

تدرج حقوق الخيار على اساس الأستحقاق ربع السنوي، بالأضافة الى استحقاق اربعة اشهر متتالية هي الأشهر الأربعة الأخيرة في السنة، كما وتدرج اربعة حقوق خيار باستحقاق اسبوعي .

١٠- استعمال حقوق الخيار في عمليات التحوط والحماية

لتوضيح الفكرة العملية لمبدأ التعامل بعقود الخيار في العملات الاجنبية فاننا سنقوم بعرض الموضوع من جوانبه الاربعة، شراء حق ممارسة الشراء، شراء حق ممارسة البيع، بيع حق ممارسة الشراء، وبيع حق ممارسة البيع من خلال شراء الحقوق وبيعها :

١ - شراء حقوق الخيار (Buying Options)

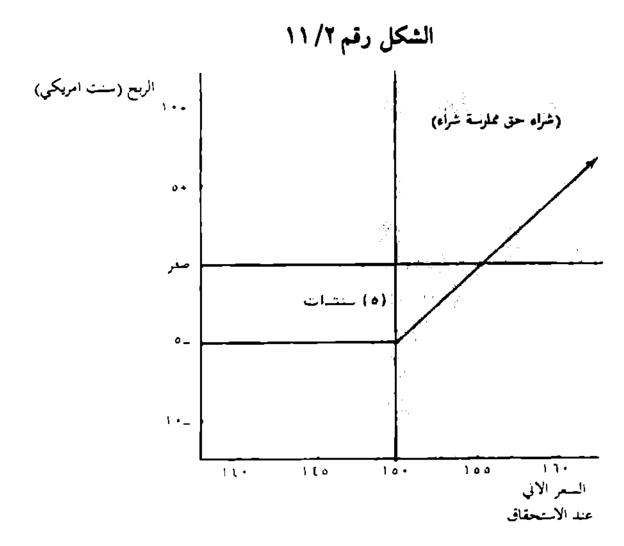
وينقسم هذا النوع الى قسمين، شراء حق ممارسة الشراء، وشراء حق ممارسة البيع والذي يمتاز باعطاء المشتري الحق وليس الالتزم لشراء المبلغ او بيعه على السعر المتفق عليه مقابل العلاوة التي تدفع من قبله مقدما :

أ- شراء حق ممارسة الشراء (Buying Call Option)

نفترض ان شركة امريكية ترغب في استيراد مواد خام من بريطانيا خلال ستة اشهر وتريد ان تدفع قيمة مستورداتها بالجنيهات الأسترلينية على سعر معروف لها منذ البداية. فاذا كان السعر الآني للاسترليني هو (1,50) دولار لكل جنيه استرليني والشركة تريد ان تحد من مخاطرة التقلبات العكسية في سعر الاسترليني، ولكنها ايضا تريد ان تبقى قادرة على ان تستفيد من اي انخفاض محتمل في سعر الجنيه الاسترليني، لذلك فان الشركة قد تلجأ الى شراء حق ممارسة شراء (At the money) على سعر تنفيذ يبلغ (1,50) دولار للجنيه الاسترليني وبعلاوة مقدارها خمسة سنتات امريكية، وبالتالي فان للشركة الامريكية الحق (وليس الالتزام) لشراء المبلغ المتعاقد عليه من الجنيهات الاسترلينية على سعر (1,50) دولار لستة اشهر.

فاذا ارتفع السعر الآني بعد ستة اشهر الى اعلى من (1,50) دولار فانه سيكون من المجدي للمشتري ان يمارس حقه بالشراء اما اذا كان اقل منه فانه لن يمارس هذا الحق. والرسم البياني التالي (الشكل 7-1) سيوضح تحليل الربح لهذه العملية.

الشكل رقم ٢/١١



من الرسم التوضيحي السابق نجد ان ممارسة حق الخيار سيكون مربحا اذا ارتفع السعر الآنى عند الاستحقاق اعلى من (1,55) دولار (1,50 دولار+ 5 سنتات علاوة) وسيكون الربح اكبر كلما ارتفع السعر عن ذلك، لانه سيكون باستطاعة المشتري ممارسة حقه بالشراء بسعر اقل من السعر السوقي.

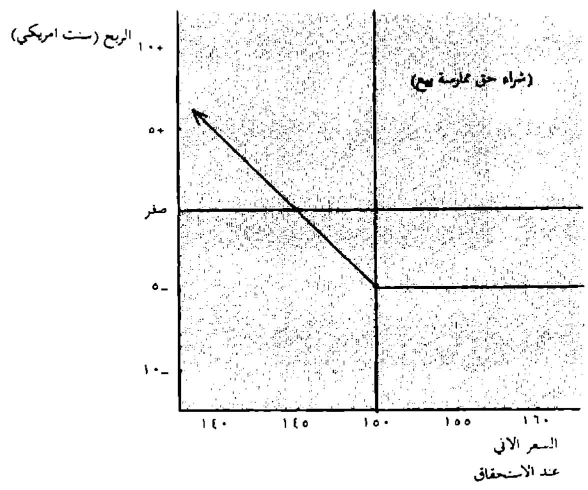
اما اذا بقي السعر الآني بتاريخ الاستحقاق (1,50) دولا او انخفض عن ذلك فان المشتري لن يمارس حق شراءه وبالتالي فان مخاطرة المشتري ستكون محصورة فقط بخسارته لمبلغ 5 سنتات لكل استرليني لانه سيكون باستطاعته الشراء من السوق على السعر السائد فيه والذي هو اقل من سعر التنفيذ المتفق عليه منذ البداية.

ب- شراء حق ممارسة البيع (Buying Put Option)

اذا كانت هناك شركة امريكية ترغب في تحويل الجنيهات الاسترلينية التي ستقبضها في بريطانيا الى دولارات امريكية فانها قد تلجأ الى شراء حق ممارسة بيع الجنيهات الاسترلينية على سعر التنفيذ المعروض والبالغ

(1,50) دولار لكل جنيه وبعلاوة مقدارها خمسة سنتات امريكية، والرسم البياني التالي (الشكل ٣/ ١١) سيوضح تحليل الربح لهذه العملية:


شكل ٣/ ١١



فاذا انخفض السعر الآني بتاريخ الاستحقاق فانه سيكون مجديا لمشتري حق خيار البيع ان يمارس حقه بالبيع وكما يتضح من الرسم فان حامل هذا الحق سيحقق ربحا اذا انخفض السعر لاقل من (1,45) دولار (1,50 دولار – 5 سنتات علاوة)، اما اذا بقي السعر بتاريخ الاستحقاق 1,50 دولار او ارتفع عن ذلك فان حامل الحق لن يمارس حقه وبالتالي فان مخاطرته ستكون محصورة فقط بخسارته لمبلغ الخمس سنتات لكل استرليني لانه سيكون باستطاعته البيع في السوق على السعر السائد فيه وبسعر افضل.

٢- بيع حقوق الخيار (Selling Options)

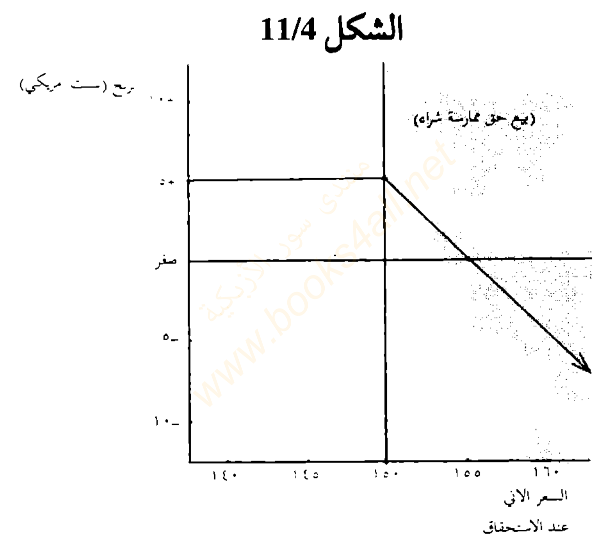
ان بيع حقوق الخيار هو اكثر خطورة من شرائها، لان مشتري الحقوق لن يمارس حقه اذا تغيرت اسعار العملات بالاتجاه غير المرغوب وستنحصر مخاطرته فقط بسعر الخيار (Option Price) او ما يسمى بالعلاوة (Premium)،

في حين ان مخاطرة البائع بالمقابل قد تتجاوز مبلغ العلاوة المقبوض من قبله اذا كان التغير العكسي في الاسعار اكبر من هذه العلاوة وبالتالي فإن خسارته المحتملة قد تكون غير محدودة معتمدة على حدّة هذا التغيير وبيع الحقوق على نوعين :

أ- بيع حق ممارسة الشراء (Selling Call Option)

نفترض هنا ايضا ان السعر الضارب هو (1,50) دولار لكل جنيه استرليني، وان العلاوة هي خمسة سنتات امريكية، وبالتالي فان تحليل الربح لهذه العملية يظهره الشكل (11/4) التالي :

الشكل 11/4



فاذا انخفض السعر الآني بتاريخ الاستحقاق لاقل من (1,50) دولار فان المشتري للحق لن يمارس حقه في الشراء من البائع وبالتالي سيكون ربح البائع هو خمسة سنتات لكل استرليني، ولكن قيمة الاسترليني الممسوك من قبل البائع والذي تم على اساسه بيع حق خيار الشراء قد انخفض مقابل الدولار، وحيث ان الحماية هنا محدودة فقط بمبلغ الخمس سنتات فان انخفاض السعر لاقل من (1,45) دولار يجعل البائع يواجه خسارة بالنسبة

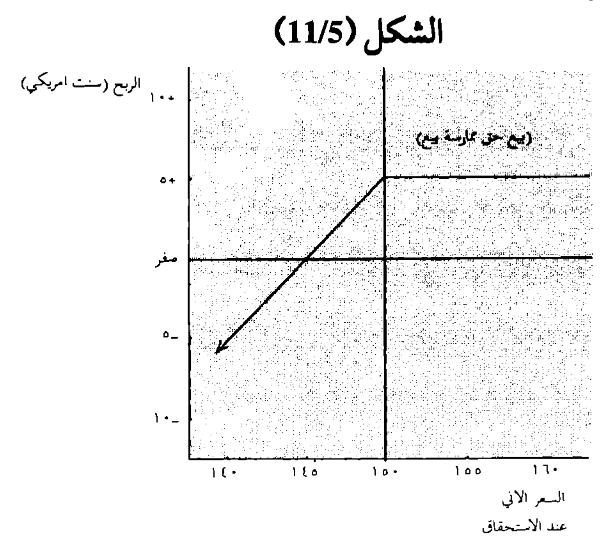
للاسترليني المملوك من قبله .

اما اذا ارتفع السعر الآني بتاريخ الاستحقاق فان المشتري سيمارس الحق على البائع وسيكون البائع مجبرا على التنفيذ على اساس السعر المتفق عليه على الرغم من ارتفاع السعر في السوق، وكلما ارتفع السعر الآني بتاريخ الاستحقاق عن (1,55) دولار كلما اصبح البائع يخسر في تعامله . لانه التزم بالبيع على سعر اقل منه وهو في مثالنا (1,50) دولاراً لكل استرليني .

ب- بيع حق ممارسة البيع (Selling Put Option)

وكما هو الحال في بيع حق ممارسة الشراء فان الحماية في هذا النوع من الخيارات محدودة بمبلغ العلاوة المقبوضة فقط، حيث انه كلما ارتفع السعر الآني بتاريخ الاستحقاق فإن بائع حق البيع لن يكون قادرا على تحقيق اية ارباح لأن مشتري حق البيع لن يمارس حقه في البيع وسينحصر ربح البائع في هذه الحالة بمقدار العلاوة المقبوضة، في حين انه اذا انخفض السعر فان البائع سيواجه خسارة غير محدودة لانه التزم بشراء الاسترليني بسعر اعلى من سعر السوق .

الشكل (11/5)

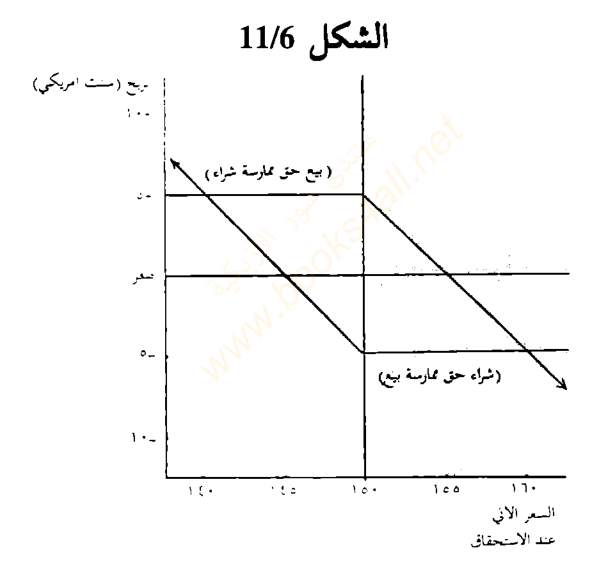


٣- مقارنة استراتيجية الخيارات

يمكن وضع الاستراتيجيات الاساسية للتعامل بالخيارات في مجموعتين :

الاولى : ان كلا من بيع حق ممارسة الشراء وشراء حق ممارسة البيع يحقق ربحا اذا انخفضت الاسعار الآنية فالشكل (11/6) يظهر انه بانخفاض الاسعار الآنية فان بائع حق ممارسة الشراء يحقق ربحا مقداره العلاوة التي تقاضاها لان مشتري الحق لن يمارس عملية الشراء بل سيشتري من السوق بسعر اقل . كذلك الحال بالنسبة لمشتري حق ممارسة البيع ، حيث انه سيحقق ربحا بانخفاض الاسعار الآنية لانه سيبيع بالسعر المتفق عليه بدلا من بيعه في السوق بالسعر المنخفض .

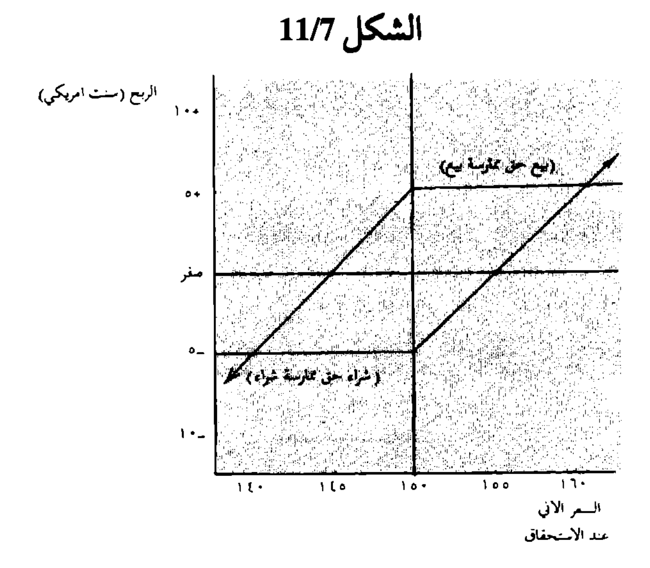
الشكل 11/6



الثانية : ان كلا من شراء حق ممارسة الشراء وبيع حق ممارسة البيع يحقق ربحا اذا ارتفعت الاسعار الآنية . فالشكل (11/7) يظهر انه بارتفاع الاسعار الآنية فان المشتري يحقق ربحا لانه سيمارس حقه بالشراء على السعر المتفق عليه على الرغم من ارتفاع الاسعار في السوق ، كذلك الحال بالنسبة لبائع حق ممارسة البيع حيث سيحقق ربحا مقداره العلاوة لان الطرف المقابل لن يمارس حقه بالبيع على السعر المتفق عليه لانه

سيكون بامكانه البيع في السوق بسعر اعلى .

الشكل 11/7



١١- عقود الخيار والعمليات الآجلة (Options & Forwards)

على الرغم من بعض التشابه القائم بين عقود الخيار والعمليت الاجلة خاصة ما يتعلق بكون كليهما عمليات مبنية على اسعار تثبت الان على اساس التسليم في فترات اجلة لاحقة ، الا ان عقود الخيار تمتاز بميزتين اضافيتين هما :

١- انها تعطي طرفا من الطرفين المتعاملين حق خيار الالتزام بالعقد الموقع وتنفيذه ليكون الطرف المقابل هو الملزم بالتنفيذ وهذه الميزة لا توفرها العمليات الاجلة .

٢- انها توفر اربع حالات تعامل ممكنة هي شراء حق ممارسة الشراء ، شراء حق ممارسة البيع ، بيع حق ممارسة الشراء وبيع حق ممارسة البيع ، في حين توفر عمليات التعامل الاجل حالتين فقط هما حالة الشراء وحالة البيع .

مما ذكر سابقا نجد انه من الممكن لعقود الخيار ان تحل محل عمليات التعامل الاجل أو أن تعتبر عمليات مكملة لها ، ونجد في كثير من الاحيان

تداخلا كبيرا بين هاتين الاداتين تعتمد درجته على اسعارهما المعروضة. فاذا كانت جهة ما تتوقع استلام مبلغ معين من عملة معينة ولكن هذا المبلغ غير معروف لها على وجه التحديد فان هذه الجهة تستطيع اما بيع الحد الادنى المتوقع استلامه من المبلغ بيعا اجلا (Forward Transaction) وتغطية باقي المبلغ التقريبي المتوقع عن طريق شراء حق ممارسة بيع (Buying Put Option) واما بيع كامل المبلغ المتوقع على اساس البيع القصير الاجل (Short Sale Forward) وتغطيته عن طريق شراء حق ممارسة الشراء (Buying Call Option) ولا شك في ان الاختيار بين هذه البدائل سيعتمد على اسعار كل من العمليات الاجلة وحقوق الخيار.

ويمكن استعمال عقود الخيار في عمليات الحماية والتحوط ومن امثلة ذلك:

١ - حماية مدفوعات الصادرات والمستوردات: (Hedging of Export & Import Payments)

حيث يمكن استعمال عقود الخيار من قبل المصدر الذي يتوقع استلام مبلغ معين من عملة معينة في وقت من الاوقات، حيث يقوم لحماية نفسه ضد تقلبات اسعار هذه العملة بشراء العدد اللازم من عقود حق ممارسة البيع (Buy Put Options) بحيث يملك حق بيع العملة المعينة بتاريخ استحقاق العقد وعلى السعر المتفق عليه فيه اذا وجد ذلك في صالحه، ام اذا ارتفعت اسعار المتوقع استلامها فانه يقوم ببيعها للسوق وفق الاسعار المرتفعة السائدة فيه، ويتخلى عن حق ممارسة البيع لديه.

وكذلك الحال بالنسبة للمستورد الذي يريد التحوط ضد ارتفاع اسعار العملة المنوي دفعها مقابل مشترياته، حيث يقوم لحماية نفسه بشراء العدد

اللازم من عقود حق ممارسة الشراء (Buy Call Option) بحيث يملك حق شراء العملة بتاريخ استحقاق العقد وعلى السعر المثبت فيه اذا وجد ذلك في صالحه، اما اذا انخفض السعر فانه بالتأكيد سيلجأ الى السوق لشراء حاجته، ويتخلى عن حقوق ممارسة الشراء لديه .

٢- تخفيف حدة التذبذب بقيمة الموجودات الاجنبية :

يمكن استعمال عقود الخيار لتخفيف حدة التذبذب في قيمة الموجودات الاجنبية، فالمدير المالي الذي يرغب في حماية محفظته من العملات الاجنبية ضد التذبذبات الحادة في الاسعار ولا يريد متابعة ومراقبة السوق بصفة مستمرة، فانه يستطيع بيع بعض حقوق ممارسة الشراء لجزء من موجوداته الأجنبية، فاذا ارتفعت اسعار العملات فان الجزء الاخر من الموجودات سترتفع قيمته في حين ان مشتري الحقوق سيمارسون حقوقهم في الشراء للجزء المباع . اما اذا انخفضت اسعار العملات فان قيمة كامل المحفظة ستنخفض ولكن العلاوات التي استلمت مقابل بيع حقوق ممارسة الشراء ستعوض بعض هذه الخسارة . اما اذا بقيت اسعار العملات كما هي فلا شك في ان هذه العلاوات ستزيد قيمة المردود للمحفظة .

مخاطر التعامل بحقوق الخيار :

مما سبق نستطيع ان نخلص الى نتيجة هامة وهي ان المشتري لعقود حق الخيار لا يتحمل اية مخاطر قد تؤدي لنتائج سلبية غير معروفة له منذ البداية، بل على عكس ذلك فان مخاطر تعامله في هذا المجال محددة ومعروفة عند توقيعه للعقد، فهو في مقابل امكانية استفادته من فروقات الاسعار الناتجة عن ارتفاعها وانخفاضها، فانه يتحمل فقط قدرا معلوما من علاوة حددت منذ البداية .

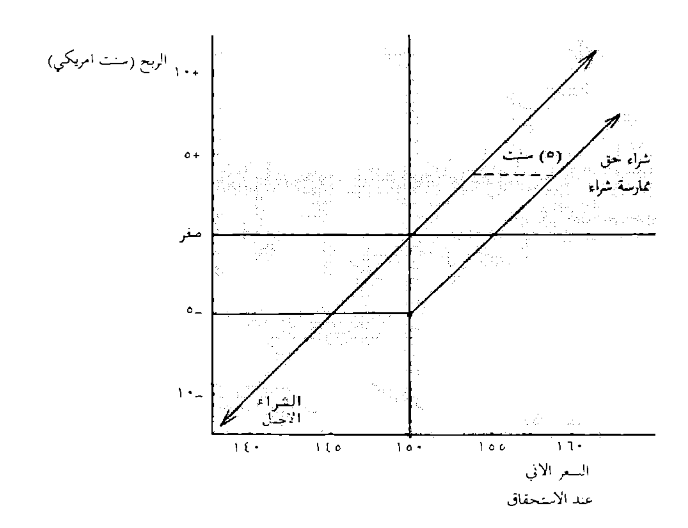
ولكن في مقابل ذلك فان البائع لعقود حق الخيار هو الجهة التي تتحمل كل مخاطر التذبذب العكسي للاسعار، ومخاطرته في هذ المجال غير معلومة بشكل مسبق اضافة الى انها غير محدودة، فقد ترتفع الاسعار كثيراً بتاريخ الاستحقاق او قد تنخفض بشكل خيالي، ولا يستطيع البائع في هذا المجال تجنب هذه الخسائر الا اذا تعامل على أساس التغطية الكاملة المقابلة، بحيث يغطي عملية لعقد حق خيار بعملية شراء مقابلة ولنفس الاجل، الامر الذي يترك له هامشا معلوما منذ البداية ويجنبه اية خسائر مفاجئة.

حقوق الخيار والتعامل الاجل (Options / Forwards)

قد يظهر للوهلة الاولى انه لا يوجد مبرر قوي لاستعمال حقوق الخيار كبديل لعمليات التعامل الاجل ضمن اساليب التحوط والحماية، خاصة وان هناك مبلغا يدفعه المشتري سلفا كثمن لاستعمال هذه الحقوق يرتفع في بعض الاحيان ليشكل عبئا كبيرا على المتعامل، في حين انه لا يطلب منه مثل هذا الثمن في عمليات التعامل الاجل، الامر الذي يدفع الكثيرين لعدم تزكية استعمال هذه الحقوق، وهذا بطبيعة الحال صحيح احيانا، فشراء حق الشراء وكما يظهره الشكل (11/8) يعتبر اقل ربحا من عمليات الشراء الاجل اذا كان اتجاه الاسعار نحو الارتفاع والفرق بينهما هو الثمن او العلاوة الذي يكون المشتري قد دفعه بدون مبرر، لانه كان بامكانه ممارسة التحوط المطلوب عن طريق الشراء الاجل دون الحاجة لمثل هذه التكلفة. اما في حالة انخفاض سعر العملة المشتراه فان خسارة الشراء الاجل تكون غير محدودة لان المشتري يكون قد التزم بالشراء بثمن قد يكون اعلى بكثير من السعر السوقي السائد بتاريخ الاستحقاق، في حين ان خسارته في حالة شراء حق الشراء ستكون محدودة

بمقدار هذه العلاوة المدفوعة . لذلك يمكن القول انه في اطار تذبذبات الاسعار غير المتوقعة فان الخسارة المحدودة التي قد تترتب على استعمال عمليات التعامل بحقوق الخيار ستبقى دائما افضل من الخسارة غير المحدودة التي قد تترتب عن استعمال عمليات التعامل الاجل .

الشكل 11/8



المراجـع

الفصـل الحـادي عشر:

References

Macdonald, Robert., Derivatives Markets, Addison Wesley: Boston, 2003.

الفصل الثاني عشر

عمليات التبديل او المقايضات — SWAP OPERATIONS

- مفهوم عمليات التبديل وانواعها — Swap Concept & Types
- لماذا تقوم البنوك بعمليات التبديل — Why Banks do swaps ?
- عمليات التبديل والتدفقات النقدية — Swaps and Cashflows
- الاستفادة من عمليات التبديل — Advantages of Swaps
- عقود مقايضة اسعار الفائدة — Interest Rate Swaps

مفهوم عمليات التبديل وانواعها :

تتكون عمليات التبديل / المقايضة من عقد بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد الى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ الى الطرف الأول.

وتتعامل الأسواق بأربعة أنواع من عقود التبديل وهي :

- عقود تبديل العملات CURRENCY SWAPS
- عقود تبديل اسعار الفائدة INTEREST RATE SWAPS
- عقود تبديل السلع COMMODITY SWAPS
- عقود تبديل حقوق الملكية EQUITY SWAPS

وتعد عقود تبديل العملات واسعار الفائدة الأكثر شيوعاً في الأسواق النقدية والمالية الدولية، وخاصة بين المؤسسات المالية اذ نادراً ما يتعامل الأفراد بها.

فعقد تبديل العملة والذي سنبحثه بالتفصيل لاحقاً يتكون من مبادلة عملة بعملة أخرى فعلى سبيل المثال يقوم متداول العملات في البنك Dealer ببيع دولار آني مقابل يورو واعادة شراؤه بعد اسبوع بسعر الدولار الآجل لمدة اسبوع، وذلك لتغطية احتياجاته لليورو لمدة اسبوع بدلاً من اقتراضه مباشرة من السوق.

أما تبديل اسعار الفائدة فغالبا ما يتم بين شركتين حيث يتم تبديل اسعار فائدة معومة بسعر فائدة ثابت.

وتتم عمليات تبديل السلع حيث يقوم طرف بتبديل كمية من سلعة ما مثل الذهب بسعر ثابت مع الطرف الآخر الذي يتعهد بدفع سعر السوق المتقلب.

واخيراً تتكون عمليات تبديل حقوق الملكية من قيام الطرف الأول بدفع العائد

على مؤشر سوق محدد مثل S & P 500 مقابل قيام الطرف الثاني بدفع العائد على مؤشر سوق آخر مثل DAX الألماني او العائد على سندات الخزينة الأمريكية او لايبور LIBOR، وتسهل هذه العمليات لمدراء المحافظ تنويع مخاطر محافظهم دون الأضطرار لبيع مكوناتها من اسهم سوق معينة. ويقدر حجم سوق عقود التبديل ببضعة تريليونات (الاف المليارات) من الدولار الأمريكي، وتنحصر في البنوك والشركات الكبرى، الا انها بعكس العقود المستقبلية وحقوق الخيار فهي ليست منظمة في بورصات متخصصة ولا تضمنها هيئة مقاصة، مما يزيد من مخاطر عدم وفاء اي من الأطراف بالتزاماته تجاه الطرف الآخر. وبناء على ذلك قد تصر البنوك على تقاضي هامش محدد لتغطية المخاطرة المذكورة على اساس تقييم العقود دوريا حسب اسعار السوق Frequent Mark to Market.

عمليات تبديل العملات: CURRENCY SWAPS

كنا قد بينا سابقا ان سعر التبديل في سوق العملات الاجنبية هو كفرق الفائدة في السوق النقدي، وان سعر التبديل ليس سعرا للعملة وانما هو سعر لفرق العملة يرتبط بكل من السعر الآني والسعر الاجل الكامل، وذلك لانه في النهاية هو السعر الذي يضاف الى او يطرح من السعر الاني ليعطي السعر الاجل الكامل الذي على اساسه تتحدد عمليات التسليم الاجل للعملات.

ويعطى سعر التبديل عادة بشقي الشراء والبيع (Bid & Offer)، فاذا كان سعر الشراء له اصغر من سعر البيع فان هذا يعني سعر اضافة للعملة المسماة يتم اضافته للسعر الاني، اما اذا كان سعر الشراء اكبر من سعر البيع فان هذا يعني سعر خصم للعملة المسماة يتم خصمه من السعر الاني، وفي كلتا الحالتين فان سعر التبديل هذا يجب ان يكون لصالح الجهة التي تعطي هذا السعر كما يمكن توضيحه فيما يلي:

١ – اذا كان سعر تبديل الدولار مقابل الدينار لاحل ثلاثة اشهر هو 4-6 عن السعر الاني البالغ 708 – 710 فلسا، فان هذا وكما بينا سابقا يعني سعر اضافة للعملة المسماة وهي الدولار، اي ان معطي السعر مستعد لشراء الدولار تسليم اجل لثلاثة اشهر على اساس 712 فلسا، ومستعد لبيع الدولار تسليم اجل لثلاثة اشهر على اساس 716 فلسا، فهو بذلك راغب في شراء الدولار اجل لثلاثة شهور مقابل دفعه لاربعة فلوس فقط اعلى من السعر الاني وراغب في بيعه مقابل استلامه لستة فلوس اعلى من السعر الاني. فبدلاً من تحديد السعر الكامل فقد يكتفي المتعامل بانه يعلن الفرق بين السعرين تسليما انيا وتسليما مقبلا خاصة عند تعامل المتعاملين معا، اما عند تعامل المتعاملين مع العملاء الآخرين فانه يتم تحديد الاسعار بصورتها الكاملة (Outright Rate).

وفي بعض الاحيان يقوم المتعاملون بتحويل الفروقات بين السعر الاني والسعر الاجل على اساس نسبة مئوية، كأن يعلن السعر على انه 3% خصم في السنة بالنسبة للفرنك مقابل الدولار، ويتم التوصل الى ذلك عن طريق القانون التالي:

$$\frac{\text{السعر الآجل - السعر الحالي}}{\text{السعر الحالي}} \times \frac{\text{مدة التسليم}}{\text{عدد ايام السنة}} \times 100$$

٢ – اذا كان سعر تبديل الدولار مقابل الدينار لاجل ثلاثة اشهر هو ٦–٤ عن السعر الاني البالغ 708–710 فلسا فان هذا وكما بينا سابقا يعني سعر خصم للعملة المسماة وهي الدولار اي ان معطي هذا السعر مستعد لشراء الدولار تسليم اجل لثلاثة اشهر على اساس 702 فلسا ومستعد لبيع الدولار تسليم اجل ثلاثةاشهر على اساس 706 فلسا، فهو بذلك راغب في شراء الدولار لاجل ثلاثة اشهر مقابل دفعه لسعر يقل بستة فلوس عن السعر الاني وراغب في بيعه مقابل

استلامه لسعر اقل باربعة فلوس فقط عن السعر الاني .

وعملية تبديل العملات في الواقع ما هي الا شراء وبيع عملة على اساس التسليم الاني بالسعر الاني واعادة بيعها او شرائها في نفس الوقت على اساس التسليم الاجل بسعر تسليم اجل يتم تحديده- وكما بينا سابقا- على اساس فروق اسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين .

فلو اخذنا الدولار والدينار كمثال ، وكان سعر الدولار الاني بالفلسات 708–710 فلسا ، وسعر الفائدة على ايداع واقراض الدولار لمدة ثلاثة اشهر -3-31/4% سنويا وسعر الفائدة على ايداع واقراض الدينار لمدة ثلاثة أشهر /61% 1/4 6-2سنوياً فإن اسعار شراء وبيع الدولار تسليم اجل لثلاثة اشهر هو 713,31 شراء و 716,21 بيعا محسوبا كالاتي :

$$\text{سعر التبديل/ شراء} = \frac{3 \times 31/4 - 61/4 \times 708}{12 \times 100} = 5,31$$

$$\text{سعر التبديل/ بيع} = \frac{3 \times 3 - 61/2 \times 710}{12 \times 100} = 6,2125$$

سعر الشراء الاجل = 708 + 5,31 = 713,31

سعر البيع الاجل = 710 + 6,21 = 716,21

وتتم عملية التبديل عندما يقوم البنك المسمي للاسعار اعلاه بشراء الدولار بسعر 708 فلسا وبيعه في نفس الوقت على اساس التسليم الآجل لثلاثة أشهر بسعر 716,21 فلسا ، كما يكون بامكانه في حالة التبديل العكسي ، بيع الدولار الاني بسعر 710 فلسا واعادة شرائه على اساس تسليم ثلاثة اشهر بسعر 713,31 فلسا .

وهناك نوعان من عمليات التبديل :

النوع الاول ويسمى : عمليات التبديل التامة (Pure Swap Transactions)

ويتم في هذا النوع من التبديل اغلاق عمليتي الشراء والبيع مع نفس الجهة المتعامل معها، حيث يتم بعد المفاوضة على السعر والاتفاق عليه تحديد سعري التبادل اللازمين (السعر الاني والسعر الاجل) ومن ثم اجراء عملية التبديل كاملة مع نفس الجهة.

النوع الثاني ويسمى : عمليات التبديل الموجهة (Engineered Swap Transactions)

حيث يتكون هذا النوع من عمليتين منفصلتين تغلق كل منهما مع جهة مختلفة، فقد يقوم المتعامل بمفاوضة احد الاطراف لشراء عملة معينة على اساس التسليم الاجل وبعدها بفترة قصيرة يقوم بمفاوضة طرف اخر لبيع نفس العملة على اساس التسليم الاني، وهذا بطبيعة الحال يدفعنا للقول بانه ليس بالضرورة ان يتساوى المبلغان تماما عند استعمال عمليات التبديل لخلق وضع اجل مقابل وضع اجل اخر (Build up forward against forwards).

لماذا تقوم البنوك بعمليات التبديل (السواب)

تقوم البنوك عادة بعمليات التبديل (السواب) لاغراض مختلفة يمكن ان نذكر منها ما يلي :

اولا :

يمكن بواسطة عملية التبديل تحويل عملة الى اخرى مؤقتا وبدون الاحتفاظ بأي مركز بالعملات الاجنبية المتعامل بها. وتقوم البنوك بذلك لتغطية اوضاعها ولمواجهة التراماتها المختلفة خاصة المتعلقة بتأمين السيولة اللازمة من هذه العملات.

ثانيا :

كما يمكن ايضا ان تستعمل عمليات التبديل بواسطة السلطات النقدية والمالية

وفي ظروف معينة لتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة وتقوم البنوك المركزية بتوفير السيولة هذه عن طريق شراء عملة أجنبية/ بيع عملة محلية انيا وبيع عملة اجنبية/ شراء عملة محلية اجلا في نفس الوقت. وقد تقوم بالمقابل بسحب السيولة الفائضة من الجهاز المصرفي بشكل مؤقت عن طريق بيع عملة اجنبية/ شراء عملة محلية انيا وشراء عملة اجنبية/ بيع عملة محلية اجلا في نفس الوقت.

ثالثا:

ويمكن استعمال عمليات التبديل لخلق وضع اجل مقابل وضع اجل (Forward against forward)، كبيع استرليني مقابل دولار تسليم اجل لثلاثة اشهر وشراء استرليني مقابل دولار تسيم اجل لشهر واحد وذلك لتوقع اتجاه فرق الفائدة لصالح المتعامل، كما يمكن استعمال عمليات التبديل لاغلاق الفجوة اعلاه.

رابعا:

يمكن ان تستعمل عمليات التبديل كجزء من عمليات الاستثمار وادارة الاموال بقصد الربح وتحقيق ادارة افضل للموجودات، فاذا فرضنا كمثال ان وضع السوق امام مستثمر امريكي كان كما يلي (اعطيت الاسعار باتجاه واحد للتوضيح).

سعر الدولار مقابل الاسترليني:	1,5450
سعر التبديل لثلاثة اشهر	30-40
(خصم على الاسترليني واضافة للدولار)	
السعر الاجل الكامل	1,5420 1,5410

فائدة الدولار لثلاثة اشهر 9%

فائدة الاسترليني لثلاثة اشهر 11%

فيمكن لهذا المستثمر وبناء على وضع السوق اعلاه القيام بعملية تبديل مربحة

يمكن توضيحها فيما يلي :

١ - يمكن له ان يقوم ببيع الدولار الذي بحوزته مقابل استرليني حق اني واعادة شرائه في نفس الوقت مقابل استرليني ايضا حق اجل لثلاثة اشهر بخصم على الاسترليني واضافة للدولار مقداره ٤٠ نقطة عن السعر الاني (باعتباره مستلماً للسعر وليس معطيه).

٢ - يمكن احتساب كلفة التبديل وذلك بتحويل سعر التبديل لنفس مدة سعر الفائدة، اي تحويله على اساس سنوي ومن ثم تحويل هذا الناتج الى نسبة مئوية بعد نسبته الى السعر الاصلي كما يلي :

$$0{,}0160 = 4 \times 0{,}0040$$

$$\%1{,}04 = 100 \times \frac{0{,}0160}{1{,}5450}$$

٣- يستطيع المستثمر الذي باع الدولار الذي بحوزته مقابل استرليني استثمار الجنيهات الاسترلينية التي اشتراها على اساس فائدة الاسترليني المعروضة والبالغة 11% سنويا بدلا من الاستثمار في الدولار بفائدة مقدارها 9% سنويا.

٤ - ويمكن احتساب مردود عملية التبديل السابقة كما يلي :

فائدة الاستثمار في الاسترليني	-,11% سنويا
مطروحا منها تكلفة عملية التبديل	1,04% سنويا
فيكون المردود الكلي	9,96% سنويا

(وهو افضل من المردود على الدولار البالغ 9%)

ومن الجدير بالذكر هنا انه اذا كانت التدفقات النقدية المعنية في عملية التبديل متطابقة فان هذه العملية لن تخلق وضعا جديدا لعملات، واذا كان

السوق في حالة توازن اي اذا كان فرق الفائدة فيه يتطابق مع سعر الخصم او الاضافة للعملة فان عملية التبديل ستكون عملية غير مربحة .

عمليات التبديل والتدفقات النقدية

لقد بينا كيف يمكن تحقيق ارباح نتيجة عمليات التبديل عن طريق الاستفادة من الفجوة القائمة بين فرق الفائدة وفرق العملة، الا ان ميكانيكية السوق تدفعه دائما الى التوازن، واذا ما حصل هذا التوازن وتساوى فرق الفائدة مع فرق العملة فان الارباح من عمليات التبديل يمكن ان تأتي من عدم التطابق الذي يحدث للتدفقات النقدية كنتيجة لعمليات التبديل .

فلو فرضنا ان كلا من السوق النقدي وسوق العملات الاجنبية كان في 6/30 يعكس الوضع المتوازن التالي :

١- السوق النقدي - استحقاق ثلاثة اشهر

	الشراء	البيع
الدولار الامريكي	%10	%10,5
الجنيه الاسترليني	%11,04	%11,28
(فرق الفائدة)	%1,04	%0,78

٢- سوق العملات الاجنبية

السعر الاني للدولار مقابل الاسترليني	1,5450	1,5460
السعر الاجل لثلاثة اشهر	40	30
السعر الكامل	1,5410	1,5430
سعر الخصم لثلاثة اشهر (فرق العملة)	%1,04	%0,78

من الاسعار اعلاه نرى اننا اذا رغبنا في بيع الاسترليني للسوق حق اني فان السوق سيشتريه على سعر 1,5450 دولار لكل استرليني واذا رغبنا في شراء الاسترلني حق اجل لثلاثة اشهر فان السوق سيبيعه على سعر 1,5430 دولار لكل استرليني، اما اذا رغبنا في بيع الاسترليني حق اني وشراءه حق اجل لثلاثة اشهر في نفس الوقت ومع نفس الجهة، اي اذا رغبنا في القيام بعملية تبديل كاملة فان السعر المعني هو سعر التبديل (30)، بمعنى ان السوق سيبيع الاسترليني حق لثلاثة اشهر بسعر خصم يبلغ (30) نقطة عن السعر الاني.

فلو فرضنا ان السعر الاني الذي استعمل في عملية التبديل هو السعر الوسطي 1,5455، فان السعر الاجل لثلاثة اشهر لعملية التبديل سيكون 1,5425 اي بفارق (30) نقطة هي سعر التبديل، وسيكون التدفق النقدي الناتج عن عملية التبديل كما يلي، على افتراض ان المبلغ المعني بالعملية مليون جنيه استرليني:

التاريخ	العملية	العملة[١]	
		جنيه استرليني	دولار امريكي
6/30	بيع جنيه مقابل دولار (الحق الاني)	1,000,000-	1,545,500+
9/30	صافي التدفق النقدي 6/30	1,000,000-	1,545,500+
	شراء جنيه مقابل دولار (الحق الاجل)	1,000,000+	1,542,500-
	صافي التدفق النقدي 9/30	1,000,000+	1,542,500-
	صافي وضع العملات	0	3,000+

يتضح مما سبق انه لم يكن لعملية التبديل اي اثر على وضع العملات باستثناء مبلغ الـ 3000 دولار الذي يمثل الربح المتوقع على الدولار والذي يعادل 30 نقطة من

مبلغ المليون جنيه استرليني . الا ان التدفق النقدي المشمول بالعملية غير متطابق من حيث الاستحقاق وذلك على الرغم من تطابقه من حيث المبالغ، فمبلغ المليون جنيه استرليني المدفوع في 6/30 لن يسترد الا في 9/30 ومبلغ الـ 1,545,500 دولار المقبوض في 6/30 لن يدفع الا في 9/30 .

فكيف يمكن حل مشكلة عدم تطابق استحقاق التدفقات النقدية الناتجة عن عمليات التبديل؟

١- الحل الأول :

قد يكون هذا الحل من خلال سوق العملات الاجنبية وذلك بعكس عملية التبديل السابقة اي بشراء نفس مبلغ الاسترليني حقا انيا وبيعه حقا اجلا لثلاثة اشهر، ولكن المشكلة تكمن هنا في انه اذا ما تم ذلك حسب معطيات السوق واسعارها المعروضة فانه سيكون هناك خسارة محققة مقادرها (10) نقاط هي الفرق بين سعري شراء وبيع التبديل المعروض (40-30)، حيث اننا سنبيع الاسترليني لاجل ثلاثة اشهر بخصم مقادره 40 نقطة في حين انه تم في العملية السابقة شراؤه لاجل ثلاثة اشهر بخصم مقداره (30) نقطة فقط اي ان صافي الخسارة المتحققة هي 10 نقاط .

اما اذا رغبنا في حل مشكلة عدم تطابق استحقاق التدفقات الناتجة عن عملية التبديل السابقة مع تحقيق ربح، فلا بد وان يتم ذلك بسعر يكون اقل من السعر الذي تم على اساسه اتمام عملية التبديل الاولى، اي اقل من (30) نقطة كأن يكون (20) نقطة مثلا، وفي هذه الحالة فانه سيتم تطابق استحقاق التدفقات النقدية مع تحقيق ربح مقداره 0,0010 دولار لكل استرليني كالاتي :

---

(١) الاشارة السالبة تعني تدفق خارج (out flow)، والاشارة الموجبة تعني تدفق داخل (Inflow) .

التاريخ	العملية	العملة[1]	
		جنيه استرليني	دولار امريكي
6/30	بيع جنيه مقابل دولار (الحق الاني)	1,000,000-	1,545,500+
	شراء جنيه مقابل دولار (الحق الاني)	1,000,000+	1,545,500-
	صافي التدفق	0	0
	شراء جنيه مقابل دولار (الحق الاجل)	1,000,000+	1,542,500-
	بيع جنيه مقابل دولار	1,000,000-	1,543,500+
	صافي التدفق النقدي	0	1,000+
	صافي وضع العملات	0	1,000+

من التحليلين السابقين للتدفقات النقدية لعملية التبديل الاولى والعملية المعاكسة لها فاننا نخلص الى ما يلي :

أ - ان عملية التبديل الاصلية والعملية المعاكسة لها لم تخلق وضعا جديدا للعملات (No net exchange position) وان مبلغ الـ 3000 دولار في الحالة الاولى ومبلغ الـ 1000 دولار في الحالة الثانية يمثلان الربح المتوقع على الدولار وهو الاثر الوحيد المترتب على هذه العملية .

ب- ان الربح المتحصل في 9/30 والبالغ 1000 دولار لن يتغير حتى ولو تم اعتماد سعر اني جديد لعملية التبديل المعاكسة يختلف عن السع الاصلي 1,5450 دولارا لكل استرليني طالما ان سعر التبديل المعتمد بقي في الحالتين (20) نقطة بخصم عن الاسترليني .

٢- الحل الثاني :

قد يكون هذا الحل من خلال السوق النقدي بحيث يمكن موازنة التدفقات النقدية المترتبة على عملية التبديل الاصلية وذلك باقتراض مبلغ مليون جنيه

استرليني بتاريخ 6/30 لمقابلة المبلغ المدفوع في ذلك التاريخ واستثمار مبلغ 1,545,500 دولاراً في السوق النقدي بتاريخ 6/30 بحيث يكون استحقاق المبلغ في 9/30 .

الا انه يجب هنا ملاحظة ان سعر التبديل للعملية الاصلية البالغ (30) نقطة في سوق العملات يعادل 0,78% سنويا للفائدة في السوق النقدي محسوبة على اساس $\frac{(4 \times 0.0030)}{1.5455} \times 100$ مما يعني انه حتى تتم موازنة التدفق النقدي اعلاه بربح فلا بد وان يكون فرق الفائدة بين اقتراض الاسترليني واقراض الدولار اقل من 0,78% سنويا كأن يكون سعر الفائدة على اقتراض الاسترليني 10,5% سنويا وسعر الفائدة على اقراض الدولار 10% سنويا وفي هذه الحالة يكون التدفق النقدي كما يلي :

العملية	العملة	
	جنيه استرليني	دولار امريكي
بيع جنيه مقابل دولار (الحق الاني)	- ١,٠٠٠,٠٠٠	+ ١,٥٤٥,٥٠٠
اقتراض الاسترليني بسعر ١٠,٥٪	+ ١,٠٠٠,٠٠٠	
اقراض الدولار بسعر ١٠٪		- ١,٥٤٥,٥٠٠
صافي التدفق النقدي	صفر	صفر
شراء جنيه مقابل دولار (الحق الاجل)	+ ١,٠٠٠,٠٠٠	- ١,٥٤٢,٥٠٠
دفع مبلغ الجنيهات المقترضة	- ١,٠٠٠,٠٠٠	
استلام مبلغ الدولارات المقرضة		+ ١,٥٤٥,٥٠٠
فائدة اقتراض الجنيه	- ٢٦,٢٥٠	
فائدة اقراض الدولار		+ ٣٨,٦٣٨
صافي التدفق النقدي	- ٢٦,٢٥٠	+ ٤١,٦٣٨
صافي وضع العملات	- ٢٦,٢٥٠	+ ٤١,٦٣٨

واذا ما تم تحويل مبلغ الاسترليني البالغ 26,250 الى دولارات على اساس السعر الاني 1,5455 فسيكون المعادل هو40,569 دولاراً مما يعني ان صافي الربح من العملية هو 1,069 دولاراً (41,638 – 40,569) .

الاستفادة من عمليات التبديل (السواب)

في معرض الحديث السابق عن عمليات التبديل بينا ان هناك علاقة توازن قائمة بين السوق النقدي وسوق العملات تتمثل في علاقة فرق الفائدة (Interest Differential) بسعر التبديل وفرق العملة (Currency Differential)، وانه عندما تتعرض هذه العلاقة لاي خلل كان فان هذا سيكون حافزا للمدير المالي للاستفادة من هذا الوضع وتحقيق ارباح دون التعرض لاية مخاطر نتيجة قيامه بذلك[1] ويتم ذلك وفق القاعدتين التاليتين :

١- تقول القاعدة الاولى انه يتم تفضيل الاستثمار في العملة ذات سعر الفائدة الاعلى الا اذا كان الخصم على هذه العملة اكبر من فرق الفائدة لصالحها . او بعبارة اخرى اذا كان فرق الفائدة لصالح عملة اصغر من سعر خصم هذه العملة فستكون هناك منفعة من الاستثمار في العملة ذات سعر الفائدة المنخفض .

فاذا فرضنا ان الفائدة على الاسترليني 9% وعلى الدولار 8% وان السعر الاني هو 1,5455 دولار لكل استرليني والسعر الاجل لثلاثة اشهر هو بخصم على الاسترليني مقداره 60 نقطة فان خصم الاسترليني على اساس سنوي منسوبا الى السعر الاني على اساس مئوي هو 1,55% محسوبا كما يلي :

$$0,0240= 4 \times 0,0060$$

$$\%1,55 = 100 \times \frac{0,0240}{1,5455}$$

(١) يتم ذلك بالاستفادة من فروقات الفوائد الناتجة عن عمليات التبديل بعد ان يتم تغطية الخسارة التي قد تنتج عن تبديل العملات وهو ما يسمى بـ (Covered Interest Arbitrage) .

من هنا نجد ان فرق الفائدة لصالح الاسترليني (1%) هو اصغر من سعر الخصم على الاسترليني البالغ (1,55%) وحسب القاعدة السابقة فان هذا سيكون حافزا للاستثمار في العملة ذات سعر الفائدة المنخفض وهي الدولار، ويتم توفير الدولارات اللازمة لهذا الاستثمار من خلال الاسترليني الذي يتم اقتراضه حيث يتم تحويل الاسترليني الى دولارات على السعر الاني وتبديلها الى استرليني على السعر الاجل وستكون التكلفة الصافية للاموال كما يلي :

سعر الفائدة على اقتراض الاسترليني	- 9%
سعر التبديل لصالحنا[١]	+ 1,55%
التكلفة الصافية للدولار الذي تم توفيره[٢]	-7,45%
العائد على استثمار الدولار	+ 8%
الربح الصافي	+ 0,55% سنويا

ويمكن احتساب الربح الصافي لهذه العملية من خلال التدفق النقدي الناتج عنها والذي يمكن توضيحه فيما يلي :

---

(١) بما انه سيتم بيع الاسترليني المقترض بالسعر الاني مقابل ١,٥٤٥٥ دولار واعادة شرائه بالسعر الاجل مقابل ١,٥٣٩٥ دولار فان مبلغ ١,٥٥٪ والذي يمثل خصم الاسترليني على اساس سنوي منسوب الى السعر الاني على اساس مئوي سيكون لصالحنا وبالتالي يتم تنزيله من تكلفة الاسترليني .

(٢) وتمثل تكلفة توفير الدولار للاستثمار الاني بعد ان تمت تغطية اعادة بيعه الاجل .
(Cost of Dollars on a Covered Basis)

التاريخ	العملية	العملة	
		جنيه استرليني	دولار امريكي
اليوم الأول	اقتراض استرليني	1,000+	
	بيع الاسترليني مقابل الدولار حق اني	1,000-	1,5455+
	استثمار الدولار لثلاثة اشهر		1,5455
	صافي التدفق النقدي	0	0
اليوم الـ90	استلام الدولار المستثمر		1,5455+
أي بعد	فائدة استثمار الدولار		0,0309+
ثلاثة أشهر)	شراء الاسترليني مقابل الدولار من اليوم الاول	1,000+	1,5395-
	دفع مبلغ الاسترليني المقترض	1,000-	
	دفع فائدة الاسترليني المقترض	0,0225-	
	صافي التدفق النقدي	0,0225-	0,0369

وبالتالي فيمكن احتساب الربح الصافي لهذه العملية كما يلي :

- الفائدة على استثمار الدولار + 0,0369 دولاراً لكل استرليني

- تكلفة اقتراض الاسترليني (1,5455 x 0,0225) -0,0348 دولاراً لكل استرليني

- الربح الصافي + 0,0021 د ولاراً لكل استرليني

وهذا الربح الصافي يعادل ما نسبته 0,14% لثلاثة اشهر تقريبا محسوبة على اساس $\frac{100 \times 0,0021}{1.5455}$ والذي يعادل 0,55% سنويا تقريبا وهي نفس الاجابة السابقة .

الا ان هذا الخلل او عدم التوازن الذي مكن من تحقيق هذه الارباح لن يستمر في السوق لفترة طويلة اذ سرعان ما يتم تصحيحه من خلال واحد او اكثر من الامور

التالية :

أ - الطلب المستمر على الاسترليني الذي سيزيد فائدته البالغة 9% . او يتحرك سعره الآني .

ب- الاجراء المستمر لعمليات التبديل الذي سيخفض سعر خصم الاسترليني البالغ 1,55% .

ج- الايداع المستمر للدولار سيؤدي الى ضغوط عليه تخفيض فائدته البالغة 8% .

٢- تقول القاعدة الثانية انه اذا كان فرق الفائدة لصالح عملة اكبر من سعر خصم هذه العملة فستكون هناك منفعة من الاستثمار في العملة ذات سعر الفائدة المرتفع .

فاذا فرضنا ان الفائدة على الاسترليني 9% وعلى الدولار 8% وان السعر الاني هو 1,5455 دولاراً لكل استرليني والسعر الاجل لثلاثة اشهر هو بخصم على الاسترليني مقداره 30 نقطة فان خصم الاسترليني على اساس سنوي الى السعر الاني على اساس مئوي هو 0,78% محسوبا كما يلي :

$$0,012 = 4 \times 0,0030$$

$$\%0,78 = 100 \times \frac{0,012}{1,5455}$$

من هنا نجد ان فرق الفائدة لصالح الاسترليني (1%) هو اكبر من سعر الخصم على الاسترليني (0,78%) وحسب القاعدة الثانية اعلاه فان هذا سيكون حافزا للاستثمار في العملة ذات سعر الفائدة الاعلى الا وهي الاسترليني . حيث يتم توفير الاسترليني اللازم لهذا الاستثمار من خلال الدولار الذي يتم اقتراضه حيث يتم تحويل الدولار الى استرليني على السعر الاني وتبديله الى دولارات على السعر الاجل وستكون التكلفة الصافية للاموال كما يلي :

سعر الفائدة على اقتراض الدولار - 8%

سعر التبديل / خسارة[١]   - 0,78%

التكلفة الصافية للاسترليني الذي تم توفيره[٢]   - 8,78%

العائد على استثمار الاسترليني   + 9%

الربح الصافي   + 0,22%

ويمكن توضيح التدفق النقدي الناتج عن هذه العملية كما يلي :

التاريخ	العملية	العملة	
		جنيه استرليني	دولار امريكي
اليوم الأول	اقتراض الدولار		
	بيع الدولار مقابل الاسترليني حق اني	1,000+	1,5455+
	استثمار الاسترليني لثلاثة اشهر	1,000-	1,5455
	صافي التدفق النقدي	0	0
اليوم الـ٩٠	استلام الاسترليني المستثمر	1,000+	
أي بعد	فائدة استثمار الاسترليني	0,0225+	
ثلاثة أشهر)	شراء الدولار مقابل الاسترليني من اليوم الاول	1,000-	1,5425+
	دفع مبلغ الدولار المقترض		1,5455-
	دفع فائدة الدولار المقترض		0,0309-
		0,0225+	0,0339-

(١) بما انه سيتم بيع الدولار المقترض بالسعر الاني البالغ ١,٥٤٥٥ دولاراً لكل استرليني واعادة شرائه بالسعر الاجل البالغ ١,٥٤٢٥ دولاراً لكل استرليني فان ٠,٧٨٪ والذي يمثل خصم الاسترليني على اساس سنوي منسوب الى السعر الاني على اساس مئوي سيكون ضد صالحنا وبالتالي يتم اضافته الى تكلفة الدولار.

(٢) وتمثل تكلفة توفير الاسترليني للاستثمار الاني بعد ان تمت تغطية اعادة بيعه الاجل (Cost of Pounds on a Covered Basis).

عقود مقايضة اسعار الفائدة Interest Rate Swaps

نشأ سوق مقايضة اسعار الفائدة في بداية الثمانينيات من القرن الماضي نتيجة لأكتشاف الشركات انه بامكانها الأستفادة من اختلاف تصنيفها الأئتماني وتوقعاتها بالنسبة لأتجاهات اسعار الفائدة، ونظراً لتنامي الأقبال على هذه العقود تم توحيد شروطها القانونية Standardized Documentation في عام 1987 .

وتتركز فائدة طرفي عقد التبديل في تخفيض كلفة اقتراضهما للأموال من السوق من جهة واتاحة المجال امام الشركات ذات التصنيف الأئتماني المتدني الحصول على الاموال بسعر فائدة ثابت ولآجال اطول من تلك التي يمنحها السوق لذلك التصنيف الأئتماني .

فمن المعلوم ان الشركات الكبرى والتي غالباً ما تكون متعددة الجنسيات تحظى عادة بتصنيف ائتماني مرتفع يتيح لها الأقتراض مباشرة من السوق المالية عن طريق اصدار السندات باسعار فائدة ثابته ولآجال قد تزيد عن سبع سنوات . في حين ان الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم لا تجد من يقرضها الا البنوك بالنظر لأفتقار معظمها لشروط وضمانات تسجيل واصدار السندات في اسواقها . وتتراوح اسعار فائدة قروض هذه الشركات حسب اسعار فائدة لا يبور المتغير او سعر الأقراض لأفضل العملاء Prime Rate الامريكي والذي يزيد كثيراً عن سعر Libor . واذا استطاعت هذه الشركات اصدار السندات فتكون كلفتها مرتفعة جداً في ظل ضعف تصنيفها الأئتماني .

ومن جهة اخرى فإن التدفقات النقدية لدى الشركات الكبرى تجعلها غالبا ما تفضل الأقتراض بسعر فائدة متغير لقصر آجاله وانخفاض كلفته في حين تفضل الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم سعر فائدة ثابت من السهل التخطيط لخدمته

دون الأضطرار لأتخاذ اجراءات حماية ضد مخاطر تقلبات اسعار الفائدة .

ومن هنا تنشأ الحاجة والفرصة لأبرام عقد تبديل اسعار فائدة حيث تتعهد الشركة الصغيرة بدفع سعر فائدة ثابت تتفق عليه مع الشركه الكبيره من خلال البنك منظم الصفقه كما وتتعهد الشركة الكبيرة بدفع سعر الفائدة المتغير ايضا من خلال البنك .

الا ان هذه التعهدات لا تلزم اياً من الطرفين بخدمة قرض الطرف الآخر ، فالمخاطر الأئتمانية تبقى كما هي وما يختلف هو كلفة خدمة الدين فقط ، لذا فالتزام الشركة الكبيرة امام حملة الأسناد والتزام الشركة الصغيرة امام البنوك المقرضة يبقيان كما هما دون اي تغير .

ونورد فيما يلي مثالاً لعملية تبديل اسعار فائدة بين شركتين (أ و ب) حيث تتمتع الشركة (أ) بتصنيف AA في حين كان تصنيف الشركة (ب) B. وكانت شروط التمويل لكل من الشركتين كما يلي :

	الشركة (أ) AA	الشركة (ب) B	الفرق
اصدار سندات لأجل خمس سنوات (فائدة ثابتة)	%6	%1	= %3
قرض مصرفي لأجل خمس سنوات (فائدة متغيرة)	LIBOR + 0.5%	LIBOR + 1.5%	= ١٪

وبالنظر الى الشروط أعلاه نجد انه بامكان الشركة (أ) ان تقترض بشروط افضل من الشركة (ب) سواء بسعر فائدة ثابت او بسعر فائدة متغيرة ونتسائل اين هي مصلحتها في عقد تبديل اسعار الفائدة؟

والأجابة على هذا السؤال تكمن في استعداد الشركة (ب) منح الشركة (أ) سعر فائدة ثابت مقداره 7,5% حيث تحقق الشركة (أ) بذلك ربحا مقداره1,5% (7,5%-6%)، على ان تقبل تحمل دفع سعر الفائدة المتغير وفقاً لما هو معروض عليها (LI-BOR + 0.5%)، فاذا ما تمت الصفقه تكون النتيجة كما يلي :

تكلفة اموال الشركة (أ)	= 6%
يطرح الفائدة المقبوضة من الشركة (ب)	= 7,5% -
يضاف الفائدة المدفوعة فوق لايبور	= 0,5% +
على قرض الشركة ب	- 1

النتيجة = LIBOR -1 اي ان كلفة اموال الشركة (أ) قد اصبحت اقل من كلفة اموال البنوك المقرضة نفسها والبالغة LIBOR .

تكلفة اموال الشركة ب :

الفائدة المدفوعة على قرض البنوك	= LIBOR + 1.5
يطرح الفائدة المقبوضة على ذلك	
القرض من الشركة (أ)	= (LIBOR + 0.5) -
الفائدة الثابته المدفوعه للشركة (أ)	= 7.5
المجموع	8.5

اي بكلفة تقل بنسبة 0.5% عن سعر الفائدة المعروض في السوق المالي .

يتبين من المثال اعلاه ان عملية تبديل اسعار فائدة ناجحة قد تمت بين الشركة (أ) والشركة (ب) بواسطة البنك تم بموجبها تبديل اسس دفع الفائدة لدى كل من الشركتين حيث تعهدت الشركة (أ) بدفع سعر فائدة متغير مقداره LIBOR + 0.5% في حين تعهدت الشركة (ب) بدفع سعر فائدة ثابت مقداره ٥ , ٧٪ وبقية الفائدة غير المدفوعة وتساوي LIBOR + 1%، حيث حققت الشركة (أ) وفراً مقداره 1,5% في كلفة اموالها في حين حققت الشركة (ب) وفراً مقداره 0,5% .

الفصل الثاني عشر

References

Steiner, Bob, Foreign Exchange and Money Markets: Theory, Practise and Rosk, Butterworth-Heinemann: Oxford, 2002.

المراجع

الفصل الأول:

References

1. Evans, John S., International Finance: Markets Approach, The Dryden Press: Fortworth, 1992.
2. Kenen, Peter B./Papadia, Francesco/ Saccomanni, Fabrizio, The International Monetary System, Cambridge University Press: Combridge, 1994.
3. Levi, Maurice, International Finance. 3rd ed., Mac Graw Hill: New York, 1996.

الفصل الثاني:

Kapstein, Etan B. Governing the Global Economy. The Academic Press: San Diego. 1995.

الفصل الثالث:

1. Coyle. Bryan, Interest Rate Risk Management: Money Markets, The Chrtered Institute of Bankers: London, 2001.
2. Redhead, Keith, Introduction to the International Money Markets, The Chartered Institute of Bankers: London, 2001.
3. Rice, Tony/ Coyle Bryan, Financial Risk Management: Money Markets, Bpp: London, 1992.

الفصل الرابع:

1. Dougall, Herbert E./ Gqumnitz, Jack E., Capital Markets and Institutions, Prentice-Hall: N.J., 1986.
2. Gitman, Lawrence J., Principles of Managerial Finance, 9th ed., Addison Wesley: Reading M.A., 2000.
3. Liaw, Thomas K., Capital Marets, Thompson/ South Western: Mason, Ohio, 2004.

4. Rose, Peter S., Money and Capital Markets, 8th ed. MacGraw Hill- Irwin: Boston, 2003.

الفصل السادس:

Steiner, Bob, Foreign Exchange and Money Markets: Theory, Practise and Risk, Butterworth-Heinemann: Oxford, 2002.

الفصل السابع:

Levi, Maurice, International Finance, 3rd ed., Mac Graw Hill: New York, 1996.

الفصل الثامن:

Rose, Peter S., Money and Capital Markets, 8th ed. MacGraw Hill-Irwin: Boston, 2003.

الفصل التاسع:

Steiner, Bob, Foreign Exchange and Money Markets: Theory, Practise and Risk, Butterworth-Heinemann: Oxford, 2002.

الفصل العاشر:

Swiss Bank Corporation, Understanding Derivatives, Economic and Financial prospects, Special Issue 1994.

الفصل الحادي عشر:

Macdonald, Robert., Derivatives Markets, Addison Wesley: Boston, 2003.

الفصل الثاني عشر:

Steiner, Bob, Foreign Exchange and Money Markets: Theory, Practise and Risk, Butterworth-Heinemann: Oxford, 2002.

المراجع على الأنترنت:
الأقتصاد العالمي ونظام النقد الدولي
الأسواق النقدية والمالية

On Line References:

www.unctad.org
www.imf org
www.bloomberg.com.
www.finpipe.com
www.fisher.osu.edu/fin
www.law. duke, edu/globalwork
www.wsharpe.com/
www.financenter.com
www.morganstanley.com

للمشتقات المالية

www.cboe.com
www.cbot.com
www.cme.com
www.optioncentral.com



الدكتور ماهر كنج شكري

- يحمل بكلوريوس إقتصاد وعلوم سياسية من الجامعة الأمريكية في القاهرة، دبلوم دراسات عليا ودكتوراة في الإقتصاد والمالية من جامعة السوربون، باريس.
- حالياً مستشار مالي، رئيس مجلس أمناء جامعة عمان الأهلية ومحاضر غير متفرغ في جامعة عمان و معهد الدراسات المصرفية.
- شغل منصب نائب محافظ البنك المركزي الأردني.
- مؤسس ومدير عام شركة المال والإئتمان/عمان وبنك عمان للإستثمار.
- رئيس دائرة العمليات الخارجية في البنك المركزي الأردني.
- يحاضر في عدد من الجامعات و الأكديميات و المعاهد المحلية والخارجية.
- له العديد من المقالات والمنشورات والمؤلفات والعضويات.

مروان عوض

- يحمل دبلوم عالي في التنمية الإقتصادية وماجستير في الإقتصاد من الولايات المتحدة الأمريكية.
- حالياً مدير عام بنك الإنماء الصناعي الأردني.
- شغل منصب وزير المالية وأمين عام وزارة الصناعة والتجارة في الأردن.
- عمل مديراً عاماً لكل من بنك الشرق الأوسط للإستثمار/عمان ومصرف قطر الإسلامي ومديراً تنفيذياً في البنك المركزي الأردني.
- حاضر في عدد من الجامعات والمعاهد المحلية والخارجية.
- له العديد من المؤلفات والمنشورات والعضويات.
- المالك للمؤسسة الإستشارية «الأولى الدولية للإستشارة والتحكيم».



الأردن - عمان

هاتف: ٥٢٣١٠٨١ فاكس: ٥٢٣٥٥٩٤-٠٠٩٦٢٦

ص.ب.: ٣٦٦ عمان ١١٩٤١ الأردن

E-mail: dar_alhamed@hotmail.com

